

10.8. СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОВ ОПРЕДЕЛЕНИЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖЕРА

Кокин А.С., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой «Финансы и финансовый менеджмент»;
Осколков И.М., ассистент кафедры «Теория и методика дистанционного обучения»

Нижегородский государственный университет им. Н.И. Лобачевского

В статье проанализированы проблемы определения результативности деятельности финансового менеджера. Рассматривается взаимосвязь принятых финансовым менеджером управленческих решений и рыночной стоимости акции его компании. Разработана методика определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании. В ее основе предложено рассчитывать внутренний и внешний коэффициенты относительной максимизации. А также, темпы роста и прироста данных коэффициентов.

Максимизация рыночной стоимости компании заключается в повышении стоимости акций данной компании. Это выступает целью финансового менеджмента и ориентиром определения результативности деятельности финансового менеджера [3, 5]. В этой связи возникает вопрос: как определить и оценить количественно максимизацию рыночной стоимости акций компании? Можно уйти от оценки акций и определять стоимость компании путем дисконтирования будущих денежных поступлений от ее деятельности [3, 5].

Рыночная стоимость акции формируется под влиянием спроса и предложения на нее. То есть отражает предпочтения инвесторов [4]. На рыночную стоимость акции оказывают влияние самые разнообразные факторы [1]. Рост рыночной стоимости акции рассматривается как увеличение богатства ее владельца, падение является отрицательным моментом [2]. Другими словами, рыночная стоимость акции агрегирует в себе видение инвесторами будущего данной компании. Она является важнейшим рыночным индикатором деятельности компании, критерием оценки эффективности финансового менеджмента [3, 5].

Известно, что рыночные курсы акций постоянно изменяются. Не смотря на то, что финансовые рынки стремятся к ценовой эффективности, на практике, на разных рынках, биржах, котировки акций одной и той же компании в один и тот же момент времени могут различаться [6].

Как в этих условиях определить максимизацию стоимости акции? Надо определять темп роста или прироста курса акции. Но какой курс акции брать в качестве базового? Здесь могут быть различные подходы. Кроме этого, необходимо учитывать явление, когда высокий темп прироста курса акции может иметь место после его сильного падения.

В финансово-экономической литературе [1-6] не приводятся конкретные методики, позволяющие оценить максимизацию рыночной стоимости акции. А это очень важный, дискуссионный вопрос. Важной проблемой, на наш взгляд, является то, что оценка максимизации рыночной стоимости акции с помощью темпов роста или прироста отражает изменение курса акции во времени. Но по этому изменению трудно определить произошло оно в ре-

зультате действий финансового менеджера компании или в результате воздействия неуправляемых рыночных сил, факторов неопределенности. Кроме этого, колебания рыночного курса акций могут быть вызваны факторами, присущими рынку в целом, когда меняются рыночные индексы.

Данные обстоятельства ориентируют методы определения максимизации рыночной стоимости акции на изменение курса акции, абстрагируясь от факторов, приводящих к этому изменению. Тем самым, ослабляется учет влияния управленческих решений финансового менеджера на курс акции компании. Другими словами, трудно выделить взаимосвязь между принятием управленческих решений финансовым директором компании и изменением курса ее акций. Т.е. не всегда понятно, цена акции изменилась из-за принятия тех или иных управленческих решений или это изменение вызвано влиянием объективных рыночных неуправляемых факторов.

В разные моменты времени на курс акции влияют самые разные управляемые и неуправляемые факторы, выделить влияние каждого фактора проблематично. А ведь максимизацию стоимости акции определяют именно в динамике. В этих условиях сравнивать два значения цены одной акции, относящиеся к разным моментам времени, сформировавшиеся под влиянием различных неуправляемых факторов, весьма проблематично.

Учитывая вышесказанное, приходим к выводу, что определять изменение курса акций компаний целесообразно не только в динамике. Нужен еще такой показатель, с помощью которого можно сравнить рыночную стоимость акций, относящуюся к одному и тому же моменту времени. Естественно, такое сравнение должно проводиться между стоимостью акций различных компаний. Сравнить рыночную стоимость акции компании в выбранный момент времени нужно не саму с собой, а с рыночной стоимостью акций других компаний. Возникает вопрос: акции каких компаний выбирать для сравнения?

Логичным решением в этой ситуации будет выбор компаний, работающих в аналогичных отраслях, производящих аналогичную продукцию анализируемой компании. По сути, для сравнения надо выбирать акции компаний – конкурентов фирмы, акции которой анализируются. Сравняя рыночную стоимость акции нашей компании с рыночной стоимостью акций аналогичных компаний в выбранный момент времени определяется результативность принятых финансовым менеджментом компании решений относительно конкурентов. Также определяются предпочтения инвесторов относительно акций компании, перспектив ее развития по сравнению с предпочтениями инвесторов относительно акций компаний-конкурентов.

Если сравнивать рыночную стоимость акции нашей компании с рыночной стоимостью каждой акции аналогичной компании по отдельности, то получится большое количество показателей. Это неудобно. Логично предложить агрегированный показатель сравнения рыночных цен акций. По нашему мнению, такой показатель надо создать, используя методику определения средней арифметической взвешенной величины.

Известно, что у большинства компаний реальными или потенциальными конкурентами выступают как отечественные фирмы, так и зарубежные предприя-

тия. Учитывая вышесказанное, предлагаем методику определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании.

Научная новизна методики определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании заключается в количественной оценке изменения стоимости акции компании в сравнении с изменением стоимости акций компаний-конкурентов. Суть разработанной нами методики определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании состоит в сравнении цен на акцию компании не в динамике между собой, а с ценами на акции отечественных и зарубежных компаний-конкурентов. Причем сравниваемые цены на акции относятся к одному и тому же моменту времени.

Отличительной особенностью данной методики выступает учет значений цен на акции отечественных и зарубежных компаний-конкурентов, с которыми сравнивается цена на акцию анализируемой компании. Разработанная нами методика определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании позволяет количественно оценить эффективность работы финансового менеджера анализируемой компании по сравнению с работой финансовых менеджеров компаний-конкурентов в один и тот же период времени, т.е. в схожих, во временном плане, условиях внешней среды компании.

В основе данной методики предлагаем рассчитывать коэффициенты, которые назовем коэффициенты относительной максимизации (**КОМ**). Так как сравнения рыночных цен акций необходимо проводить как с российскими, так и с зарубежными конкурентами, предлагаем рассчитывать два вида коэффициентов относительной максимизации.

1. Внутренний коэффициент относительной максимизации.
2. Внешний коэффициент относительной максимизации.

В качестве долей в коэффициентах относительной максимизации, по нашему мнению, надо взять отношение доли рынка, занимаемой компанией, акции которой выбраны для сравнения с акциями нашей компании, к суммарной доли рынка, занимаемой компаниями, акции которых включены в расчет коэффициента относительной максимизации.

Внутренний **КОМ** представляет собой сравнение рыночной стоимости акции нашей компании с рыночной стоимостью акций компаний-конкурентов, являющихся резидентами Российской Федерации. Расчет внутреннего коэффициента относительной максимизации предлагаем выполнять по формуле (1):

$$КОМ_{внутр.} = P_{акц.} * \sum_{i=1}^N \frac{d_i}{P_i}, \quad (1)$$

где **КОМ_{внутр.}** – внутренний коэффициент относительной максимизации;

P_{акц.} – рыночная стоимость акции нашей (анализируемой) компании;

d_i – отношение доли рынка, занимаемой *i*-й компанией, акции которой выбраны для сравнения с акциями нашей (анализируемой) компании, к суммарной доли рынка, занимаемой компаниями, акции которых включены в расчет внутреннего коэффициента относительной максимизации;

P_i – рыночная стоимость акции *i*-й компании;

N – количество российских компаний-конкурентов, акции которых выбраны для сравнения с акцией нашей (анализируемой) компании.

Внутренний **КОМ** является безразмерной величиной. Чем выше его значение, тем выше рыночная стоимость акции нашей компании по сравнению с рыночной стоимостью акций российских компаний-конкурентов. Т.е. значение внутреннего **КОМ** должно стремиться к максимуму, что представлено в виде формулы (2):

$$КОМ_{внутр.опт.} \rightarrow \max, \quad (2)$$

где **КОМ_{внутр.опт.}** – оптимальное значение внутреннего коэффициента относительной максимизации.

Внешний **КОМ** представляет собой сравнение рыночной стоимости акции нашей (анализируемой) компании с рыночной стоимостью акций компаний-конкурентов, являющихся нерезидентами РФ. Так как рыночные цены акций зарубежных компаний устанавливаются в иностранной валюте, при расчете внешнего **КОМ** необходимо учитывать значения валютных курсов. С этой целью логично использовать номинальные курсы российского рубля по отношению к валютам стран, резидентами которых являются компании-конкуренты.

Расчет внешнего коэффициента относительной максимизации предлагаем выполнять по формуле (3):

$$КОМ_{внешн.} = P_{акц.} * \sum_{i=1}^N \frac{d_i}{CR_{i/RUB} * P_i}, \quad (3)$$

где **КОМ_{внешн.}** – внешний коэффициент относительной максимизации;

P_{акц.} – рыночная стоимость акции нашей (анализируемой) компании;

d_i – отношение доли рынка, занимаемой *i*-й компанией, акции которой выбраны для сравнения с акциями нашей (анализируемой) компании, к суммарной доли рынка, занимаемой компаниями, акции которых включены в расчет внешнего коэффициента относительной максимизации;

CR_{i/RUB} – номинальный валютный курс *i*-й валюты по отношению к российскому рублю;

P_i – рыночная стоимость акции *i*-й компании, выраженная в *i*-й валюте;

N – количество иностранных компаний-конкурентов, акции которых выбраны для сравнения с акцией нашей (анализируемой) компании.

Внешний **КОМ** также является безразмерной величиной. Чем выше его значение, тем выше рыночная стоимость акции нашей компании по сравнению с рыночной стоимостью акций иностранных компаний-конкурентов. Т.е. значение внешнего **КОМ**, также как и внутреннего, должно стремиться к максимуму, что представлено в виде формулы (4):

$$КОМ_{внешн.опт.} \rightarrow \max, \quad (4)$$

где **КОМ_{внешн.опт.}** – оптимальное значение внешнего коэффициента относительной максимизации.

Коэффициенты относительной максимизации можно анализировать в динамике, определяя темп роста или прироста их значений.

Темп роста внутренних и внешних **КОМ** предлагаем рассчитывать по формулам (5) и (6):

$$ТР_{КОМ_{внутр.}} = \frac{КОМ_{внутр.t+1}}{КОМ_{внутр.t}} * 100\%, \quad (5)$$

где **ТР_{КОМ_{внутр.}}** – темп роста внутреннего коэффициента относительной максимизации;

$KOM_{внутр.t+1}$ – значение внутреннего коэффициента относительной максимизации в момент времени $t + 1$;

$KOM_{внутр.t}$ – значение внутреннего коэффициента относительной максимизации в момент времени t .

$$TP_{КОМвнешн.} = \frac{КОМ_{внешн.t+1}}{КОМ_{внешн.t}} * 100\%, \quad (6)$$

где $TP_{КОМвнешн.}$ – темп роста внешнего коэффициента относительной максимизации;

$KOM_{внешн.t+1}$ – значение внешнего коэффициента относительной максимизации в момент времени $t + 1$;

$KOM_{внешн.t}$ – значение внешнего коэффициента относительной максимизации в момент времени t .

Темп прироста внутренних и внешних KOM предлагаем рассчитывать по формулам (7) и (8):

$$ТПР_{КОМвнутр.} = \frac{КОМ_{внутр.t+1} - КОМ_{внутр.t}}{КОМ_{внутр.t}} * 100\%, \quad (7)$$

где $ТПР_{КОМвнутр.}$ – темп прироста внутреннего коэффициента относительной максимизации;

$KOM_{внутр.t+1}$ – значение внутреннего коэффициента относительной максимизации в момент времени $t + 1$;

$KOM_{внутр.t}$ – значение внутреннего коэффициента относительной максимизации в момент времени t .

$$ТПР_{КОМвнешн.} = \frac{КОМ_{внешн.t+1} - КОМ_{внешн.t}}{КОМ_{внешн.t}} * 100\%, \quad (8)$$

где $ТПР_{КОМвнешн.}$ – темп прироста внешнего коэффициента относительной максимизации;

$KOM_{внешн.t+1}$ – значение внешнего коэффициента относительной максимизации в момент времени $t + 1$;

$KOM_{внешн.t}$ – значение внешнего коэффициента относительной максимизации в момент времени t .

Результативность деятельности финансового менеджера определяется на основе следующих значений темпов роста и прироста коэффициентов относительной максимизации:

Если $TP_{КОМвнутр.} > 100\%$,

$TP_{КОМвнешн.} > 100\%$,

$ТПР_{КОМвнутр.} > 0$,

$ТПР_{КОМвнешн.} > 0$,

то финансовый менеджер компании работает эффективно. Рыночная стоимость акции его компании, во многом обусловленная его деятельностью, выше, чем у компаний-конкурентов, в одни и те же моменты времени и это преимущество растет. Сравнение в одни и те же моменты времени предполагает, что наша компания и компании-конкуренты работали под влиянием одних и тех же факторов неопределенности. То есть, если значения KOM растут, значит, финансовый менеджер нашей компании принимает более грамотные, эффективные решения, чем финансовые менеджеры компаний-конкурентов, в одних и тех же условиях внешней среды:

Если $TP_{КОМвнутр.} < 100\%$, $TP_{КОМвнешн.} < 100\%$, $ТПР_{КОМвнутр.} < 0$, $ТПР_{КОМвнешн.} < 0$, то финансовый менеджер компании работает неэффективно.

Предлагаемая нами методика определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании, включает следующие этапы.

1. Выбирается перечень отечественных и зарубежных компаний, с рыночной стоимостью акций которых будет сравниваться рыночная стоимость акции нашей (анализируемой) компании.
2. Рассчитываются значения внутреннего и внешнего коэффициентов относительной максимизации по формулам (1) и (3).
3. Полученные значения данных коэффициентов максимизируются в соответствии с формулами (2) и (4).

4. Рассчитываются значения темпов роста и прироста внутренних и внешних KOM по формулам (5-8).

5. По результатам расчетов темпов роста и прироста внутренних и внешних KOM делается вывод об эффективности работы финансового менеджера компании, целесообразности принятых им управленческих решений, влияющих на рыночную стоимость акции компании.

Таким образом, разработанная нами, методика определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании, позволяет оценить эффективность управленческих решений, принятых финансовым менеджером компании, в сравнении с управленческими решениями, принятыми финансовыми менеджерами компаний-конкурентов. Причем финансовые менеджеры компаний-конкурентов принимали управленческие решения в тех же условиях внешней среды, в тот же момент времени, что и финансовые менеджеры нашей (анализируемой) компании. Следовательно, рыночные цены акций компаний, обусловленные принятыми финансовыми менеджерами решениями в одинаковых условиях внешней среды, сравнивать правильнее, чем цену акции одной компании в разные моменты времени. Это позволит объективнее отразить влияние принятых финансовым менеджером решений на рыночную стоимость акции его компании.

Литература

1. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент [Текст] : учеб. курс. – Киев : Эльга-Н, Ника-Центр, 2002. – 448 с.
2. Инвестиции [Текст] : учеб. / под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина – М. : Велби, 2003. – 440 с.
3. Кокин А.С. Финансовый менеджмент : основы теории, кейсы и практика [Текст] : учеб. пособие для бакалавров и магистров вузов, обучающихся по направлению «Экономика» по профилю «Финансы и кредит» : в 2 ч. / А.С. Кокин, В.Н. Яснев. Ч. 1. – 3-е изд., перераб. и доп. – Н. Новгород : ННГУ им. Н.И. Лобачевского, 2011. – 403 с.
4. Рынок ценных бумаг [Текст] : учеб. / под ред. В.А. Галанова, И.А. Басова. – 2-е изд., перераб. и доп. – М. : Финансы и статистика, 2006. – 448 с. : ил.
5. Финансовый менеджмент [Текст] : учеб. / колл. авторов ; под ред. проф. Е.И. Шохина. – 3-е изд., стер. – М. : КНОРУС, 2011. – 480 с.
6. Шарп У. и др. Инвестиции [Текст] : пер. с англ. / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М. : ИНФРА-М, 2003. – XII, 1028 с.

Ключевые слова

Рыночная стоимость акции; финансовый менеджер; управленческое решение; темп роста; темп прироста.

Кокин Александр Семенович

Осколков Илья Михайлович

РЕЦЕНЗИЯ

В представленной работе анализируются проблемы, связанные с результативностью деятельности финансового менеджера. Ставятся вопросы оценки влияния управленческих решений, принимаемых финансовым менеджером компании, на рыночную стоимость акции данной компании. Делается вывод о необходимости сравнения рыночной стоимости акции анализируемой компании с рыночной стоимостью акций компаний-конкурентов.

С целью решения проанализированной проблемы разработана и предложена методика определения относительной максимизации рыночной стоимости акций компании. Для реализации данной методики разработаны внутренний и внешний коэффициенты относительной максимизации. Данная методика важна тем, что позволяет, путем сравнения стоимости акций разных компаний, соотносить результативность деятельности финансовых менеджеров этих компаний.

Яшина Н.И., д.э.н., профессор Нижегородского государственного университета им. Н.И.Лобачевского.