

7.4. ИССЛЕДОВАНИЕ ОСОБЕННОСТЕЙ ПРИМЕНЕНИЯ МЕТОДОВ ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННОГО МЕНЕДЖМЕНТА НА РОССИЙСКОМ ФОНДОВОМ РЫНКЕ

Килинский М.А., аспирант,
кафедра финансового менеджмента

*Российский экономический университет
им. Г.В. Плеханова, г. Москва*

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

В работе проанализированы подходы к управлению стоимостью компании, выявлены их ограничения в условиях развивающихся и несовершенных рынков капитала. На основании данных за период с 2009 по 2014 гг. исследована взаимосвязь между экономической прибылью, характеризующей фундаментальную стоимость компаний и наблюдаемой на рынке капитализации. Сделаны выводы о значимости показателей, используемых в рамках концепции управления стоимостью в условиях российского фондового рынка.

На сегодняшний день, управление, основанное на создании стоимости (value based management, **VBM**) является одним из наиболее перспективных подходов для принятия управленческих решений. Данная концепция управления основана, с одной стороны, на модели Дюпона, и с другой стороны – на концепции дисконтированных денежных потоков (**DCF**). Модель дисконтированных денежных потоков предполагает, что стоимость компании равна дисконтированной стоимости всех будущих доходов, которые доступны владельцам капитала компании с учетом инвестиционных рисков. Таким образом, увеличение стоимости компании может происходить как при увеличении денежных потоков, так и при снижении уровня риска. Именно эти показатели должны являться ориентирами для менеджмента в процессе принятия управленческих решений, как напрямую влияющие на капитализацию компании. Что касается модели Дюпона, то **VBM** подход также основан на представлении стоимости компании как комбинации факторов и коэффициентов, на которые может влиять менеджмент компании и которые могут быть детализированы вплоть до выделения ключевых показателей эффективности (**KPI**) на основе которых возможна разработка программ мотивации персонала. Существует достаточно большое количество метрик, с помощью которых можно оперативно определять, была ли создана компанией фундаментальная стоимость в определенном периоде или нет.

В научной литературе дискутируется вопрос о том, какой из показателей **VBM** является наиболее оптимальным для применения в инвестиционной аналитике и корпоративном управлении [8]. В качестве критериев оптимальности обычно предлагаются такие показатели, как точность (ассигасу) и сложность (complexity). Например, известны подходы Р. Моррина и Ш. Джарелла, по мнению которых, наибольшую

точность оценок обеспечивают показатели **TSR**, **NPV** и **SVA**, из которых **SVA** наиболее сложен. Однако сравнение тех же показателей Дж. Книгтом приводит к выводу, что наиболее сложным и мощным инструментом для оценки стоимости является показатель денежной рентабельности инвестиций (**CFROI**). Но, как верно замечает Волков, данные сравнительные исследования основаны на логическом анализе, а не на эмпирической проверке [2, с. 243]. Сам Волков предлагает другие критерии оценки **VBM** показателей, фактически формируя трехмерное поле оценки данных показателей, основанное на учете включения ожиданий инвесторов в расчет показателя, сложность расчета, а также возможность создания на основе показателя системы управления стоимостью. По мнению автора, подход, предложенный Волковым для классификации показателей, является особенно продуктивным в сфере практического финансового менеджмента. Также мы полностью согласны с необходимостью эмпирической проверки **VBM** метрик, особенно на развивающихся рынках. Обращает на себя внимание, что в большинстве западных исследований традиционные бухгалтерские показатели априори считаются наименее точными в оценке и прогнозировании стоимости компании. Обычно приводятся следующие аргументы, говорящие не в пользу бухгалтерских оценок [5, с. 36].

1. Показатель бухгалтерской прибыли может сильно отличаться от реального денежного потока компании. При этом именно денежный поток является ключевым фактором, создающим стоимость для акционеров в модели **DCF** [3, с. 156].
2. Бухгалтерские показатели, с одной стороны, не отражают риска присущего инвестициям компании, с другой – не учитывают альтернативную стоимость капитала.
3. Различия в методах учета может оказывать большое влияние на бухгалтерские показатели компании и искажать реальную картину финансового положения.
4. Игнорирование бухгалтерским учетом временной стоимости денег, в отличие от основанной на этом учете модели дисконтированных денежных потоков.

По мнению автора, хотя критика бухгалтерских показателей верна с теоретической точки зрения, с практической необходимо доказать, что в условиях российского рынка показатели **VBM** лучше характеризуют корпоративную эффективность.

Тем не менее, на практике, большинство компаний сталкивается с определенными трудностями при внедрении методов управления на основе стоимости. Одной из наиболее важных фундаментальных проблем, связанных с управлением стоимостью, является недостаточно изученная взаимосвязь метрик эффективности и реальной динамики рыночной капитализации компаний. Ведь если прирост фундаментальной стоимости не вызывает рост благосостояния акционеров, то становится невозможной разработка эффективных инвестиционных программ, направленных на превышение рентабельности инвестиций над стоимостью капитала. Используя кибернетическую терминологию, процесс формирования рыночной стоимости компании в таких условиях становится подобен «черному ящику». В этих условиях невозможно заранее предугадать, каким образом рынок оценит те или иные финансовые или инвестиционные решения руководства компании. Отчасти

недостаточная взаимосвязь между фундаментальной и рыночной стоимостью компаний может быть вызвана недостаточной эффективностью финансовых рынков. В этом случае можно предполагать, что рыночная стоимость будет приближаться к фундаментальной на длительных временных горизонтах, при этом метрики эффективности становятся пусть и неидеальным, но достаточно мощным инструментом управления, достаточно хорошо предсказывающим изменение благосостояния акционеров в зависимости от принятия тех или иных решений. Но возможна также и иная точка зрения, которая предполагает гораздо более сложные взаимосвязи между метриками **VBM**, фундаментальной стоимостью и рыночной капитализацией.

В конечном счете рыночная стоимость компании определяется рыночными ожиданиями инвесторов. Таким образом, если, например, рынок не ожидает от зрелой компании значительного роста экономической добавленной стоимости в текущем году, но он произошёл, то стоимость фирмы увеличится. Но сами по себе положительные значения показателей эффективности могут и не вызывать роста капитализации.

Этот факт подтвержден многочисленными исследованиями. Например, в исследовании Ч. Лианг и М. Яао, проведенном по выборке тайваньских ИТ-компаний, авторы говорят лишь о незначительном улучшении объясняющей способности эконометрической модели стоимости при включении в неё таких показателей, как **EVA** или **RI** [7]. Также в исследовании российского рынка, проведенным Романовым В.С. и Кукиной Е.Б., было установлено, что показатели экономической добавленной стоимости не способны достаточно хорошо объяснять доходность инвесторов [6].

Таким образом, исследование взаимосвязи метрик **VBM** и рыночной стоимости компаний является насущной задачей. Нужно отметить, что большая часть подобных исследований проводилась на основании данных развитых рынков капитала, однако с ростом интереса к концепции **VBM** данные исследования стали проводиться и в Российской Федерации. Одним из первых исследований подобного рода можно считать эконометрическое моделирование, проведенное Д.Л. Волковым в соавторстве с Ф.В. Бухваловым [1]. Ими была выявлена достаточно хорошая объясняющая способность фундаментальной стоимости, однако использовалась достаточно скромная выборка и упрощенный подход к оценке стоимости собственного капитала. Важный вклад в исследование рыночной и фундаментальной стоимости компаний на развивающихся рынках капитала был сделан И.В. Ивашковской. В рамках докторской диссертации она продемонстрировала значимость влияния метрик эффективности на капитализацию компании по выборке телекоммуникационных компаний стран БРИК [4].

По мнению автора, для оценки применимости методов стоимостного управления необходимо проанализировать характер и силу взаимосвязи фундаментальной стоимости и рыночной капитализации российских компаний. В качестве показателя, характеризующего создание стоимости для акционеров, мы используем экономическую прибыль

(residual income, **RI**). Данный показатель является одним из наиболее простых, так как не предполагает использования при расчете тех или иных корректировок. Тем не менее, именно простота является его преимуществом в рамках развивающихся рынков капитала, где порой непросто получить доступ к закрытым финансовым данным. При расчете данного показателя нами учтены издержки и поступления на совокупный инвестированный в компанию капитал, а не только на собственный, таким образом в качестве меры альтернативных издержек и риска используется **WACC**:

$$RI = NOPAT - I * WACC,$$

где **NOPAT** – чистая операционная прибыль за вычетом налоговых эффектов;

I (investment capital) – инвестированный капитала, который равен сумме собственного капитала и долгосрочного долга.

Средневзвешенную стоимость капитала рассчитаем по следующей классической формуле:

$$WACC = K_e * \frac{E}{V} + K_d * (1-T) * \frac{D}{V},$$

где **K_e** – показатель стоимости акционерного капитала;

K_d – показатель стоимости долговых обязательств;

E – рыночная стоимость акционерного капитала;

D – рыночная стоимость обязательств;

T – ставка налога на корпорацию;

V – сумма рыночной стоимости акционерного капитала и рыночной стоимости обязательств.

Покажем, каким образом будут определяться компоненты стоимости капитала в нашем исследовании. Оценка стоимости собственного капитала будет проводиться с использованием модели **CAPM**. В качестве безрисковой ставки доходности была взята доходность по облигациям государственных краткосрочных облигаций – облигаций федерального займа (ГКО-ОФЗ) по состоянию на начало каждого рассматриваемого нами года, т.е. с 2009 по 2014-й.

Для определения рыночной премии за риск на российском рынке акций рассмотрим доходность рыночного портфеля. В качестве рыночного портфеля возьмем значения индекса Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) с 2009 по 2014 гг. К сожалению, на протяжении данного периода доходность рыночного портфеля на российском рынке ценных бумаг (РЦБ) не раз оказывалась отрицательной. Таким образом, чтобы избежать появления отрицательной премии за риск, нами была использована средняя арифметическая доходностей рыночного портфеля за 4 года. Она равна 20,32%.

Настоящее исследование было проведено автором на основе статистической информации, собранной за период с 2009 по 2014 гг. (шесть лет). База данных, включает в себя консолидированную отчетность, составленную по российским стандартам бухгалтерского учета (РСБУ), собранную автором по 38 нефинансовым компаниям. Также важно отметить, что выборка является несбалансированной, так как не во все годы акции всех компаний

торговались на бирже. Таким образом, анализ осуществлялся на основании 201 наблюдения.

Основной целью данного исследования является проверка следующих тесно связанных между собой гипотез.

Гипотеза 1. Показатели **ВВМ** тесно связаны с рыночной доходностью акций и могут использоваться для получения обоснованных прогнозов стоимости компании. Проверка данной гипотезы также может косвенно подтвердить обоснованность фундаментальной концепции дисконтированных денежных потоков, ведь именно модель **DCF** лежит в основе всех метрик эффективности бизнеса, использующихся в **ВВМ**.

Гипотеза 2. Метрики **ВВМ** лучше чем традиционные бухгалтерские показатели характеризуют перспективы компании и способны давать более точные прогнозы чем общепринятые инструменты финансового анализа (такие как рентабельность или прибыль). Хотя расчет метрик эффективности основан на обычной бухгалтерской информации, подтверждение данной гипотезы может означать, что корректировки отчетности, используемые при их расчете, значимы, а значит, традиционный бухгалтерский учет недостаточно точно характеризует финансовое положение, а главное, перспективы публичных компаний.

Гипотеза 3. Данная гипотеза логично вытекает из двух предыдущих. Если показатели ориентированные на стоимость фирмы и учитывающие альтернативную стоимость капитала способны давать точные прогнозы инвестиционной привлекательности компаний, то включение данных показателей в систему финансового управления компанией способно дать значительный положительный эффект для акционеров, выражающийся прежде всего в росте доходности акций компании.

По мнению автора, для инвестора важны не столько абсолютные значения стоимости компании, сколько ее изменение по сравнению с предыдущем периодом. И именно данный показатель теоретически должен определяться текущими значениями экономической прибыли. Напомним, что фундаментальная стоимость компании может быть определена с помощью следующей формулы:

$$V = \sum \frac{RI}{(1 + wacc)^t}$$

где **V** – внутренняя или фундаментальная стоимость, которая представляет собой капитализированный поток экономических прибылей;

RI – экономическая прибыль в период **t**;

WACC – средневзвешенная стоимость капитала.

Таким образом, текущая капитализация компании определяется не столько текущим значением экономической прибыли, полученной в текущем периоде, сколько накопленным и дисконтированным потоком экономических прибылей.

Итоговая спецификация модели выглядит следующим образом:

$$dE = \alpha + \beta_1 * RI_t + \beta_2 * Profit_t + \varepsilon_t$$

где **dE** – прирост рыночной стоимости компании;

RI_t – экономическая прибыль компании, полученная в период **t**;

Profit_t – чистая прибыль по РСБУ в период **t**;

β₁, β₂ – коэффициенты регрессии, характеризующие эластичность капитализации компании по исследуемому фактору;

ε – случайная ошибка.

В модели анализируется не только влияние экономической прибыли на капитализацию, но также добавлена контрольная переменная – чистая прибыль. Совместный анализ этих двух факторов позволит ответить на вопрос, действительно ли методы оценки деятельности компании, предложенные в рамках стоимостного подхода к управлению, лучше объясняют изменения капитализации чем бухгалтерские показатели.

В связи с тем, что анализ строится на основе панельных данных, нами были рассмотрены два типа моделей для каждой метрики эффективности: модель со случайным (random effects model) и фиксированным (fixed effects model) индивидуальным эффектом. Мы не анализируем спецификацию модели с объединенной регрессией, так как считаем ее сильно упрощенной и нереалистичной, так как она предполагает, у экономических единиц (в данном случае фирм) отсутствуют индивидуальные различия.

Анализ проводился в эконометрическом пакете **STATA**. Ниже приведены результаты регрессий (рис. 1-2).

```

. xtreg d_e ri netprofit, fe
Fixed-effects (within) regression      Number of obs   =   190
Group variable (i):  company          Number of groups =    38
R-sq:  within  =  0.0086                obs per group:  min =    5
        between =  0.4116                avg   =   5.0
        overall  =  0.0717                max   =    5
corr(u_i, Xb) = -0.0542                  F(2,150)        =    0.65
                                                Prob > F         =   0.5238

```

	d_e	Coef.	Std. Err.	t	P> t	[95% Conf. Interval]
ri		.1941503	.341481	0.57	0.571	-.4805838 .8688843
netprofit		-.218349	.2146196	-1.02	0.311	-.642417 .205719
_cons		2.39e+07	2.15e+07	1.11	0.269	-1.86e+07 6.64e+07
sigma_u		50174132				
sigma_e		1.676e+08				
rho		.08226349				(fraction of variance due to u_i)

F test that all u_i=0: F(37, 150) = 0.41 Prob > F = 0.9988

Рис. 1. Результаты регрессии зависимости изменений капитализации от экономической и бухгалтерской прибыли (fixed effects)

На рис. 1 представлены:

d_e – изменение рыночной стоимости собственно го капитала компании (капитализация);

ri – экономическая прибыль;

netprofit – чистая прибыль;

R-sq – оценки дисперсий внутригрупповой (within), межгрупповой (between) и общей (overall) дисперсии;

Corr (ui, BXit) – зависимость между регрессорами и индивидуальными эффектами,

t – значение **t**-статистики для проверки гипотезы о незначимости регрессора;

P > |t| – Pvalue этой статистики;

_cons – свободный член в регрессии;

rho_ar – оценка коэффициента автокорреляции ошибок;

σ_u – оценка стандартного отклонения индивидуального эффекта u_i ;

σ_e – оценка стандартного отклонения случайной ошибки e_i ;

ρ_{fov} – доля дисперсии данных, приходящаяся на индивидуальный эффект;

F – значение F -статистики для проверки гипотезы о незначимости модели в целом.

Как мы можем увидеть, значение F -статистики мало и даже при 10%-м уровне значимости модель не является значимой (P value = 0,52). Незначимость коэффициентов модели с фиксированными индивидуальными эффектами позволяет сделать вывод, что после выполнения процедуры перехода к средним по времени величинам (demeaning) и исключения ненаблюдаемых индивидуальных характеристик компаний, показатель экономической прибыли не обладает высокой объясняющей способностью относительно изменений капитализации. Данный результат достаточно предсказуем, так как анализируемые компании, естественно, не являются случайной выборкой из генеральной совокупности. Компании, попавшие в выборку, являются крупнейшими нефинансовыми компаниями Российской Федерации и имеют сопоставимые характеристики. Таким образом, для их анализа больше подходит модель со случайными индивидуальными эффектами.

Оценим модель со случайными индивидуальными эффектами.

Random-effects GLS regression		Number of obs =	190		
Group variable (i): company		Number of groups =	38		
R-sq:	within = 0.0038	obs per group: min =	5		
	between = 0.4811	avg =	5.0		
	overall = 0.0783	max =	5		
Random effects u_i ~ Gaussian		wald chi2(2) =	15.89		
corr(u_i, X) = 0 (assumed)		Prob > chi2 =	0.0004		
d_e	Coef.	Std. Err.	z	P> z	[95% Conf. Interval]
ri	.3207698	.1281211	2.50	0.012	.069657 .5718826
netprofit	-.0531956	.1420369	-0.37	0.708	-.3315829 .2251917
_cons	2.36e+07	1.22e+07	1.94	0.053	-266053.9 4.75e+07
sigma_u	0				
sigma_e	1.676e+08				
rho	0				(fraction of variance due to u_i)

Рис. 2. Результаты регрессии зависимости изменений капитализации от экономической и бухгалтерской прибыли (random effects)

Как мы видим, в данной модели $Corr(u_i, BXit) = 0$ предполагается, что регрессоры и индивидуальные эффекты независимы.

Модель со случайными индивидуальными эффектами значима на 5%-м уровне. При этом коэффициент регрессии перед показателем чистой прибыли значимым не является. Таким образом, мы видим, что регрессор при переменной экономической прибыли положителен и равен 0,32. Хотя в случае модели со случайными индивидуальными эффектами использование коэффициента R^2 некорректно для сопоставления с моделью с фиксированными эффектами, тем не менее, его можно использовать для анализа моделей, рассчитанных одним методом. Как мы видим, объясняющая способность экономической прибыли как фактора, определяющего

стоимость компании на рынке, достаточно мала (общий коэффициент детерминации 8%).

Таким, образом, проверка моделей показала, что метрики **VBM** значимо связаны с изменением доходности акций крупнейших российских компаний, что позволяет утверждать о применимости стоимостного подхода для построения основанной на стоимости системы управления. С другой стороны, данная взаимосвязь достаточно мала.

Рассмотрим гипотезы, сформулированные в начале исследования, и прокомментируем их в свете полученных результатов.

Гипотеза 1. Можно утверждать, что экономическая прибыль, учитывающая риски и альтернативную доходность, действительно связана с изменениями стоимости акционерного капитала, и этот результат верен для крупнейших российских компаний.

Гипотеза 2. Такой показатель, как экономическая прибыль, действительно способен лучше объяснить движение стоимости крупнейших российских компаний, чем изменения чистой прибыли

По мнению автора, значимость метрик **VBM** хорошо обоснована теоретически и, хотя инвесторы на российском рынке капитала могут не ориентироваться на какие-то конкретные метрики, тем не менее для них являются значимыми перспективы компании, а также создание доходности, превышающей стоимость капитала компании. Именно данные факторы учитываются в моделях ценностно-ориентированного менеджмента, что обуславливает их преимущество над бухгалтерскими показателями.

Гипотеза 3. Мы считаем, что в связи с выявленной взаимосвязью между фундаментальной и рыночной стоимостью компаний на российском рынке капитала использование метрик **VBM** в системе управления является предпочтительным подходом, по крайней мере в крупнейших российских нефинансовых компаниях.

При этом важно отметить сравнительно невысокую объясняющую способность экономической прибыли. Отчасти это может быть связано с несовершенством данного показателя, так как при его расчете не использовались дополнительные корректировки, а сам расчет проводился с использованием данных российской, а не международной бухгалтерской отчетности. С другой стороны, это может указывать на то, что существуют другие достаточно значимые переменные, оказывающие влияние на рыночные ожидания, которые не учитываются в рамках концепции **VBM**.

Литература

1. Бухвалов А.В. Фундаментальная ценность собственного капитала: использование в управлении компанией [Текст] / А.В. Бухвалов, Д.Л. Волков // Науч. докл. – 2005. – No. R1.
2. Волков Д.Л. Теория ценностно ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерские аспекты [Текст] / Д.Л. Волков. – СПб., 2008. – 320 с.
3. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса [Текст] / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова. – М.: Финансы и статистика, 2007. – 736 с.
4. Ивашковская И.В. Система интегрированного управления стоимостью компании [Электронный ресурс] / И.В. Ивашковская. – М., 2010.
5. Мартин Дж. Д. VBM – управление, основанное на стоимости [Текст] / Джон Д. Мартин, Дж. Вильям Петти – М.: Баланс бизнес букс, 2006. – 272 с.

6. Романов В.С. Исследование взаимосвязи показателя EVA и стоимости компаний на российском рынке капитала [Текст] / В.С. Романов, Е.Б. Кукина // Корпоративные финансы. – 2008. – №4.
7. Liang C. The value-relevance of financial and nonfinancial information – evidence from Taiwan's information electronics industry [Text] / C. Liang, M. Yao // Review of quantitative finance and accounting. – 2005. – No. 24. – Pp. 135-157.
8. Myers R. Metric wars [Electronic resource] / Myers R // CFO magazine. – 1996. – No. 12. – Pp. 41-47.

Ключевые слова

Стоимость компании; ценностно-ориентированный менеджмент (*VBM*); экономическая прибыль; панельные данные; инвестиционная привлекательность; остаточная прибыль; денежная добавленная стоимость; акционерная добавленная стоимость; средневзвешенная стоимость капитала; модель оценки капитальных активов.

Килинский Михаил Александрович

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность. Современные правила рыночного поведения требуют от руководства коммерческих организаций разработки согласованности мер финансового администрирования на всех уровнях принятия управленческих решений. Особая роль в обеспечении ресурсной сбалансированности предприятий принадлежит финансовой стратегии, или стратегическому финансовому менеджменту, который за последнее два десятилетия эволюционировал в комплексный инструмент воплощения финансовых целей, поддержания устойчивых конкурентных преимуществ.

Научная новизна и практическая значимость. В статье рассмотрены современные подходы к экономическому моделированию фундаментальной стоимости компании в рамках концепции ценностно-ориентированного менеджмента. Выдвинуты и обоснованы предположения о причинах недостаточной взаимосвязи показателей эффективности, используемых для управления стоимостью компании и изменениями рыночной капитализации. Проанализированы зарубежные и российские эмпирические исследования. С использованием эконометрических методов исследована взаимосвязь показателя экономической прибыли и стоимости крупнейших российских компаний.

Заключение. Статья представляет определенный теоретический и практический интерес, что позволяет рекомендовать ее к изданию в журнале «Аудит и финансовый анализ».

Клевцов В.В., д.э.н., доцент, ректор Московской академии профессиональных компетенций, г. Москва.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)