

Юдкина Лариса Вениаминовна, Берлин Юлия Ильинична, Коробейник Владимир Алексеевич
ВОПРОСЫ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ РОССИИ
Адрес статьи: www.gramota.net/materials/1/2011/12/48.html
Статья опубликована в авторской редакции и отражает точку зрения автора(ов) по рассматриваемому вопросу.

Источник

Альманах современной науки и образования

Тамбов: Грамота, 2011. № 12 (55). С. 137-141. ISSN 1993-5552.

Адрес журнала: www.gramota.net/editions/1.html

Содержание данного номера журнала: www.gramota.net/materials/1/2011/12/

© Издательство "Грамота"

Информация о возможности публикации статей в журнале размещена на Интернет сайте издательства: www.gramota.net
Вопросы, связанные с публикациями научных материалов, редакция просит направлять на адрес: almanac@gramota.net

УДК 336.6

Лариса Вениаминовна Юдкина, Юлия Ильинична Берлин, Владимир Алексеевич Коробейник
Всероссийский заочный финансово-экономический институт (филиал) в г. Архангельске

ВОПРОСЫ ФОРМИРОВАНИЯ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ РОССИИ[©]

Value-Based Management (VBM) - концепция управления компанией, целью которого является рост благосостояния собственников. Акционеров публичных компаний в первую очередь интересует рыночная стоимость их активов, рост этой стоимости и капитализации, определяемой суммарной стоимостью размещенных акций по рыночным ценам, формируемым в условиях фондового рынка. В настоящее время данная концепция получила широкое развитие в области фундаментального обоснования и в практическом управлении компаниями. Вместе с тем, присутствуют различные подходы и концепции, как оценки стоимости компаний, так и формирования драйверов роста стоимости компаний.

В концепции VBM можно выделить следующие важные положения:

1. Долгосрочный рост благосостояния акционеров является главной целью, и эта цель определяет стратегию компании во всех сферах управления.
2. Рыночная стоимость компании является всеобъемлющим критерием при оценке управления.
3. В аспекте финансового менеджмента VBM предполагает разработку и реализацию финансовой политики, нацеленной на создание стоимости.

Эти положения концепции VBM отражают ее несомненные преимущества и широкое признание статуса целеполагающей в системе финансового менеджмента.

Важным модулем VBM-концепции является измерение стоимости компаний. В качестве рыночной стоимости компании используют показатель EV (Enterprise Value), который является суммой капитализации (Market Capitalization) и чистого долга (Net Debt).

Выбирая рост рыночной стоимости в качестве цели финансового управления, необходимо обосновать таргет этой стоимости. Данный показатель становится ключевым в системе финансового прогнозирования, планирования, мониторинга, критерием оценки эффективности менеджмента. Компании на практике сталкиваются с проблемой определения целевых ориентиров капитализации. При определении целевого значения рыночной стоимости компании преимущественно используют традиционные подходы и методы оценки стоимости (доходный, рыночный, затратный). Эти методы позволяют рассчитать фундаментальную стоимость компании исходя из базовых установок формирования стоимости в рамках каждого подхода, метода, модели. На практике фундаментальная оценка стоимости компании в большинстве случаев весьма далека от рыночной капитализации.

Ни один из подходов оценки справедливой стоимости акций (и капитализации, соответственно) не учитывает сам процесс формирования рыночной стоимости публичных компаний в условиях фондового рынка. Цены акций формируются в результате соотношения спроса и предложения на бумаги компании на фондовых биржах. Цены подвержены существенным колебаниям: возможны резкие изменения в короткие промежутки времени до 20-30% даже при стабильных экономических условиях и еще более глубокие снижения, как показал финансовый кризис 2008 г. (рынок акций РФ потерял практически 80% своей капитализации). Подобные события являются следствием притоков и оттоков инвестиционных и спекулятивных капиталов под воздействием как фундаментальных, так и спекулятивных факторов. Эти факторы определяют динамику мировых развитых и развивающихся рынков, движение «горячих» мировых спекулятивных денег, движение средств внутри финансовых рынков и др. В качестве примера динамика капитализации отдельных российских публичных компаний отражена на Рис. 1-2.

Компании не могут влиять на рыночные процессы ценообразования, но эти внешние факторы невозможно игнорировать в процессе моделирования стоимости компании.

Помимо внешних факторов, формирующих спрос на акции, огромное значение имеют внутренние факторы компании, которые характеризуются финансово-экономическими показателями деятельности. В Таблице 1 приведена классификация основных факторов, влияющих на рыночную стоимость акций и капитализацию компаний.

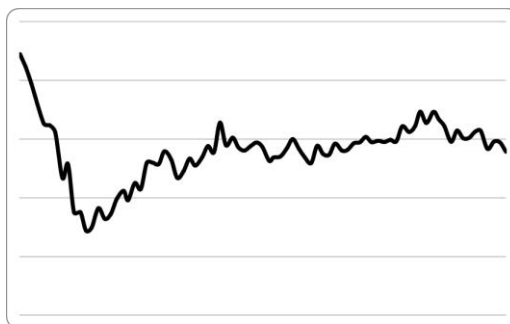


Рис. 1. Капитализация ОАО «Лукойл», млрд руб.

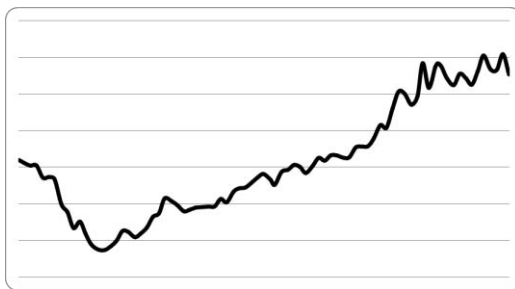


Рис. 2. Капитализация ОАО «Новатэк», млрд руб.

Механизм внутренних факторов проявляется в том, что инвесторы стремятся вкладывать средства в растущий, устойчивый и эффективный бизнес. Если компания демонстрирует устойчивый рост и достаточную эффективность деятельности, это является сильным аргументом в пользу инвестиционной привлекательности ее акций, повышения спроса на акции и соответственно роста их стоимости.

Капитализация как показателей рыночной стоимости компаний может увеличиваться не только за счет роста рыночной стоимости акций, но и за счет дополнительной эмиссии в процессе IPO и SPO.

Выделим основные показатели, которые характеризуют эффективную и растущую компанию. Такими показателями, несомненно, являются темпы роста выручки, темпы роста операционной прибыли, темпы роста чистой прибыли, темпы роста активов. Обеспечение положительной динамики темпов роста финансовых показателей компаний возможно различными способами: посредством увеличения объемов производства и продаж, освоения новых рынков и направлений деятельности, эффективного управления снижением затрат, внедрения эффективных инвестиционных проектов, реализации проектов по слияниям, поглощениям, выделениям и прочих форм. Так или иначе, осуществление этих действий направлено на повышение эффективности, рост чистой и реинвестированной прибыли, на увеличение собственного капитала компаний за счет внешних и внутренних источников. Поэтому темпы прироста собственного капитала также можно использовать для количественной оценки роста.

Моделированию рыночной стоимости компаний посвящены многочисленные работы зарубежных исследователей. Сравнительный обзор методов оценки фундаментальной стоимости собственного капитала, в частности, представлен в работе Д. Л. Волкова. Автор выделяет следующие основные подходы:

- Операционный подход предполагает, что сначала определяется фундаментальная стоимость компании как дисконтированная стоимость будущих поступлений, генерируемых активами организации, а затем из полученного значения вычитается фундаментальная стоимость долга.

- Капитальный подход предполагает, что фундаментальная стоимость собственного капитала определяется непосредственно как дисконтированная стоимость будущих поступлений акционерам компании.

Поток будущих поступлений при оценке фундаментальной стоимости может быть определен двумя способами, как:

- Потоки денежных средств (cash flows) компании.
- Потоки остаточной прибыли. Под остаточной прибылью понимается бухгалтерская прибыль за вычетом затрат на капитал.

Так, Т. Коупленд, а также А. Блэк, Ф. Райт, Д. Бэкман и Д. Дэвис в своих работах отстаивают оценку на основе денежных потоков. С другой стороны, Б. Стюарт, автор широко известного показателя EVA (*Economic Value Added* - добавленная экономическая стоимость), придерживается оценки на основе потока прибыли.

Основы методологии исследования проблем достоверности моделей оценки заложены в работах Дж. Олсона (Ohlson 1995; Feltham, Ohlson 1995). Эмпирическому тестированию моделей оценки посвящены работы многих авторов, которые исследуют взаимосвязь между отдельными элементами модели остаточной прибыли (балансовой стоимостью собственного капитала, величиной остаточной прибыли), либо между величиной фундаментальной стоимости собственного капитала, полученной на основе метода остаточной прибыли, и рыночной стоимостью собственного капитала (рыночной капитализацией).

Г. Ричардсон и С. Тинаикар выделяют два основных направления этих публикаций: историческое и прогнозное. Историческое направление исследует связи между фундаментальными и рыночными оценками на основе фактически наблюдаемых данных финансовой отчетности компаний и фактических рыночных цен. Прогнозное направление исследует взаимосвязи между прогнозными значениями финансовой отчетности и фактически наблюдаемыми рыночными ценами.

Эмпирические исследования взаимосвязей рыночных и фундаментальных оценок стоимости проводятся и российскими исследователями на основе данных российских публичных компаний. Результаты таких исследований опубликованы в работе Д. Л. Волкова. Автор преследовал цель подтвердить гипотезу о том, что величины балансовой стоимости собственного капитала и остаточной прибыли как компоненты фундаментальной модели остаточной чистой прибыли могут объяснять величину рыночной стоимости компании. При этом использовались методы регрессионного анализа данных по российским компаниям, акции которых торгуются на бирже РТС. Исходная статистическая информация включила данные о рыночной стоимости 31 компании за период 2001-2005 гг., а также данные неконсолидированной отчетности по РСБУ за период 2000-2004 гг. В результате получены ряд однофакторных, двухфакторных и трехфакторных моделей.

Таблица 1. Факторы, влияющие на формирование рыночной стоимости компаний

1. Макроэкономические факторы
Состояние мировой экономики
<ul style="list-style-type: none"> • Фаза среднесрочного и долгосрочного циклов (подъем, спад) • Динамика мирового ВВП • Динамика цен на энергоносители (нефть, газ), металлы, в т.ч. золото, серебро • Динамика курсов валют • Ставки центральных банков • Динамика индексов фондовых рынков развитых и развивающихся государств
Страновые факторы
Политические:
<ul style="list-style-type: none"> • внутренняя и внешняя политика • военные конфликты с другими государствами и внутри страны • вмешательство государства в деятельность компаний
Правовые:
<ul style="list-style-type: none"> • независимость судебной системы • защита прав акционеров и инвесторов, защита собственности
Экономические:
<ul style="list-style-type: none"> • динамика ВВП • изменения торгового, платежного баланса • динамика доходов и расходов федерального бюджета • изменение налогового бремени • динамика внутренних и внешних инвестиций (по объему, структуре) • изменения индексов цен на промышленные и потребительские товары • изменение цен на ресурсы, топливо, металлы • динамика темпов инфляции • изменение внутреннего и внешнего государственного долга • динамика внешней и внутренней задолженности системообразующих предприятий • изменение денежно-кредитной и валютной политики • накопление и использование золото-валютных резервов страны • уровень развития фондового рынка
Отраслевые
<ul style="list-style-type: none"> • Роль и значение отрасли в экономике, доля в ВВП страны • Динамика спроса на продукцию отрасли, в том числе в условиях кризисов • Потребность в инвестициях • Наличие государственной поддержки и регулирования • Тип конкурентной среды в отрасли • Реформирование отрасли
2. Факторы микроуровня
Экономическое состояние компании и перспективы развития и роста
<ul style="list-style-type: none"> • Изменение доли рынка, занимаемой компанией • Наличие конкурентных преимуществ • Структура акционерной собственности (состав и доли основных акционеров) • Качество и прозрачность корпоративного управления • Организационная структура компании • Масштабы бизнеса: величина доходов, стоимость активов • Динамика доходов, расходов, прибыли, рентабельность деятельности • Достаточность и состояние основных производственных фондов, наличие ресурсов для обновления • Уровень операционных рисков • Заемная политика компании, сбалансированность финансовых рисков: уровень финансовой устойчивости, ликвидности, платежеспособности • Стоимость кредитов и облигационных займов • Деловая активность и темпы роста бизнеса • Дивидендная политика компании
Положение акций компании на фондовом рынке
<ul style="list-style-type: none"> • Величина капитализации: высокая, стандартная, базовая (классификация ММВБ) • Объем торгов (ликвидность) • <i>Free Float</i> (объем бумаг в свободном обращении) • Волатильность, альфа-коэффициент, бета-коэффициент
3. Спекулятивные факторы
<ul style="list-style-type: none"> • Краткосрочные и среднесрочные притоки и оттоки «горячих» мировых и отечественных спекулятивных капиталов

Эмпирический подход к оценке рыночной стоимости собственного капитала (капитализации) применен Р. А. Цой. Автор разработала совокупность моделей, позволяющих в среднесрочном периоде прогнозировать капитализацию российских компаний. При разработке модели оценки рыночной стоимости компании за основу Р. А. Цой взяла модель EVA. В статистическом исследовании использованы показатели российских компаний, имеющих рейтинг корпоративного управления одного из агентств, и обыкновенные акции которых котируются на российских торговых площадках. Финансовые показатели, включенные в модели: чистые активы, рентабельность продаж и показатели финансовой устойчивости (коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств, который рассчитан делением суммы долгосрочных обязательств на сумму собственных средств и долгосрочных обязательств). Р. А. Цой также справедливо полагает, что цены акций российских компаний, и, следовательно, капитализация, находятся в зависимости от совокупности рыночных факторов, что отражается в динамике фондовых индексов, и вводит в модель индекс РТС. Кроме того, в моделях присутствует фактор качества корпоративного управления (на основе соответствующих рейтингов, которые являются комплексной оценкой деятельности компании). По результатам исследования и анализа полученных моделей, представленных в диссертационном исследовании Р. А. Цой, сформулированы, в частности, следующие выводы: в период 2001-2005 гг. для исследованной выборки компаний наибольшее влияние на формирование рыночной стоимости оказывают финансовые показатели компаний: величина чистых активов, коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств и рентабельность продаж. В тоже время изменения ситуации на фондовом рынке вносят почти такой же вклад в величину рыночной стоимости, как и изменения рентабельности продаж. Анализ влияния показателя чистых активов (собственного капитала) по основной модели показал, что каждый рубль, вложенный в чистые активы, дает от 1,98 до 2,4 рублей прироста рыночной стоимости компании. Увеличение рентабельности продаж на 1% может дать прирост капитализации компании в среднем от 1,5% до 2%. Прирост коэффициента привлечения заемных средств на 1% также может привести к увеличению капитализации от 0,7% до 1,5%. Корпоративное управление действительно является фактором, влияющим положительно на формирование рыночной стоимости. В период 2001-2005 гг. российские компании, повышая свой рейтинг на 1, могли рассчитывать на повышение рыночной цены на коэффициент 1,145207 и др.

Вместе с тем, в предложенных моделях отсутствует комплексный подход в исследовании взаимосвязей капитализации публичных компаний и совокупности финансовых показателей, отражающих состояние финансов компаний (масштабы деятельности, эффективность компаний, деловую активность, темпы роста компаний, финансовую устойчивость). Это обстоятельство свидетельствует о необходимости более глубоких исследований зависимостей рыночной стоимости компаний от внутренних и внешних факторов для научного обоснования включения в модели капитализации конкретных финансовых показателей и индикаторов. Данный подход предполагает сплошное тестирование взаимосвязей показателей, отражающих состояние финансов компаний, и капитализацией. Такой подход позволит разработать концепцию моделирования капитализации, в наибольшей степени отвечающую критерию достоверности и требованиям финансового менеджмента.

В частности предварительные исследования, предпринятые Л. В. Юджиной и Ю. И. Берлин, показали, что ряд финансовых показателей, и, прежде всего, выручка, величина капитала (активов) и ряд других имеют тесные взаимосвязи с рыночной капитализацией публичных компаний. По показателям рентабельности, коэффициентам структуры капитала устойчивых зависимостей с капитализацией не выявлено. В Таблицах 2-3 приведены отдельные результаты выполненных исследований.

Зависимость капитализации, а также стоимости компании от выручки может быть описана линейно-логарифмической регрессионной моделью, что соответствует парной степенной зависимости $Y = a_0 X^{a_1}$. Рассчитаны параметры зависимостей по годам рассматриваемого периода. При увеличении выручки на 1% от среднего значения капитализация и стоимость увеличивались в среднем на 0,8-1,0% относительно своего среднего значения.

Таблица 2. Параметры линейно-логарифмических моделей взаимосвязи выручки и капитализации (* - незначимый на уровне 0,05 коэффициент регрессии)

Показатель	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001
Выручка - Капитализация компании								
Коэффициент корреляции Пирсона, r	0,79	0,84	0,86	0,82	0,86	0,87	0,89	0,87
Коэффициент детерминации, r^2 , %	0,64	0,71	0,74	0,68	0,75	0,76	0,79	0,76
a_1 (эластичность)	1,03	0,90	0,85	0,80	0,97	0,97	0,98	0,94
a_0	*	1,45	1,62	1,68	*	*	*	*
Численность ОАО, n	49	59	49	47	35	25	22	19

Между показателями операционной прибыли и капитализации (стоимости компаний) наблюдалась нелинейная прямая связь. Однако теснота связи показателей исследуемых компаний не являлась устойчивой по годам периода и менялась от тесной до умеренной. В период 2002-2004 гг. эта зависимость может быть описана парным степенным уравнением регрессии вида $Y = a_0 X^{a_1}$. В указанные годы при увеличении прибыли на 1% капитализация (стоимость) увеличивается в среднем на 0,8%.

Сравнение данных позволяет утверждать, что для рассматриваемых компаний влияние выручки на капитализацию (стоимость) компании более сильное, чем влияние показателей прибыли, а также EVA.

Между активами и капитализацией (стоимостью) компании в рассматриваемый период за исключением отдельных лет наблюдалась тесная и весьма тесная прямая взаимосвязь, которая может быть описана степенной моделью вида $Y = a_0 X^{a_1}$. При увеличении стоимости активов на 1% от среднего значения капитализация (стоимость) компании в среднем увеличивается на 0,8-1,0% относительно своего среднего значения.

По большинству остальных исследуемых финансовых показателей прибыли и их динамики, NOPAT, EVA, а также показателям рентабельности ROA, ROIC, показателям оборачиваемости TAT, CAT, темпами устойчивого роста SGR устойчивых тесных взаимосвязей с показателями капитализации и стоимости компании, показателями их динамики не выявлено.

Таблица 3. *Параметры линейно-логарифмических моделей зависимости капитализации от суммы капитала*

Показатель	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000
r	0,77	0,91	0,90	0,89	0,87	0,91	0,91	0,86	0,88
r^2 , %	58,7	83,0	80,9	79,2	76,3	83,2	83,6	74,0	78,4
a_1 (эластичность)	1,07	0,99	0,92	0,88	0,92	0,94	0,92	0,92	1,03
n	49	59	59	49	35	26	21	19	13

Полученные результаты показывают, что между суммой капитала и капитализацией компании, а также между суммой капитала и стоимостью компании в рассмотренные годы имеется тесная прямая взаимосвязь. Зависимость капитализации от суммы капитала во все рассмотренные годы и зависимость стоимости от суммы капитала в 2004-2006 гг. может быть описана степенной зависимостью типа $Y = a_0 X^{a_1}$. В 2007-2008 гг. между суммой капитала и стоимостью компании наблюдается прямая линейная тесная взаимосвязь. В 2008 г. при изменении суммы капитала на 1% капитализация компании в среднем изменялась на 1,1%, в предыдущие годы - в среднем на 0,9%. В 2008 г. при изменении суммы капитала на 1 млн долл. стоимость компании в среднем изменялась также на 1 млн долл.

Между коэффициентом долга и капитализацией в период 2004-2008 гг. наблюдалась слабая нелинейная обратная взаимосвязь. В период 2004-2007 гг. слабая прямая нелинейная взаимосвязь отмечена между коэффициентом автономии и капитализацией компании. В период 2004-2008 гг. отмечена прямая нелинейная слабая взаимосвязь между коэффициентом финансовой устойчивости и капитализацией компании.

Вместе с тем предпринятые исследования не являются достаточными для обоснованного отбора финансовых показателей с целью построения моделей рыночной стоимости компаний. Для установления зависимости стоимости компании от финансовых показателей следует рассматривать целостные системы факторов, используя многофакторный корреляционно-регрессионный анализ, когда все факторы варьируют одновременно, поскольку взаимосвязи факторов между собой изменяют влияние каждого фактора на стоимость (капитализацию) компании, усиливая или ослабляя его.

Кроме того, компании функционируют в меняющихся экономических условиях, поэтому процесс моделирования их рыночной стоимости должен осуществляться в соответствии этим изменениям на основе принципа непрерывности. Поэтому составляющим элементом моделирования капитализации помимо моделей, построенных на информационной базе прошедших периодов, должна быть обоснованная методология совершенствования и адаптации моделей к конкретным условиям формирования капитализации с использованием актуализированных информационных баз.

Список литературы

1. Волков Д. Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. 2-е изд. СПб.: Высшая школа менеджмента; Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2008.
2. Цой Р. А. Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления: дисс. ... к.э.н. Ростов-на-Дону, 2007.
3. Юдкина Л. В., Берлин Ю. И. Корреляционный анализ взаимосвязей показателей динамики капитализации и эффективности деятельности публичных российских компаний // Финансы и кредит. 2009. № 9 (945).
4. Юдкина Л. В., Берлин Ю. И. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России. Часть 1 // Финансы и кредит. 2010. № 10 (394).
5. Юдкина Л. В., Берлин Ю. И. Статистический анализ взаимосвязей показателей управления капиталом и рыночной стоимости публичных компаний России. Часть 2 // Финансы и кредит. 2010. № 12 (396).