

ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ И РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Введение. В настоящее время управление компанией, основанное на ее ценности (стоимости) (Value-Based Management, VBM) является одной из наиболее распространенных в мировой практике управленческих концепций. В её основу положена идея о том, что важнейшей финансовой целью любой компании является рост ее ценности для собственников [1]. Соответственно, все решения менеджмента компании должны быть направлены на достижение данной цели. В связи с этим центре концепции ценностно-ориентированного менеджмента находится проблема измерения ценности (стоимости) компании и процесса ее создания.

Важное решение для определения эффективной системы измерения стоимости – это нахождение одного или комплекса показателей результатов деятельности компании. Существует большое количество VBM-показателей, поэтому важно понимать, в какой ситуации целесообразно применять ту или иную их группу [2; 3].

Менеджеры компании могут эффективно влиять на фундаментальную стоимость компании, принимая те или иные решения в сфере производства, маркетинга и т.п. Но напрямую влиять на рыночную стоимость – внешнюю оценку, даваемую финансовыми рынками – они не в состоянии. В то же время оценка рынков основывается на той информации, которая поступает к ним от самой компании и касается показателей деятельности, на основе которых и рассчитывается ее фундаментальная стоимость. Таким образом, принимая решения, увеличивающие фундаментальную стоимость компании, менеджеры способствуют достижению основной цели – росту ее рыночной ценности.

Однако, рыночная цена акций компании подвержена воздействию очень большого числа факторов – макроэкономических, политических, психологических... Насколько фундаментальная стоимость компании взаимосвязана с ее рыночной стоимостью?

Одной из целей настоящей работы явилось установление взаимосвязи рыночной и фундаментальной стоимости для российских компаний.

Кроме того, важной мировой тенденцией, сформировавшейся на протяжении последних двух десятилетий, является резкий рост вклада нематериальных активов (в другой интерпретации – интеллектуального капитала) как в фундаментальную, так и в рыночную стоимость компаний.

Вторая цель настоящей работы – определение влияния на рыночную стоимость активов российских компаний фундаментальной ценности как материальных, так и нематериальных активов.

1. Исследование взаимосвязи фундаментальной ценности и капитализации российских компаний

В литературе имеются результаты исследований в данном направлении для российского фондового рынка, проведенных в Высшей школе менеджмента СПбГУ [4, 5]. Однако эти данные ограничиваются 2002–2005 гг., т.е. периодом относительно стабильного функционирования российского рынка акций. За последнее время драйверы рынков существенно изменились, в том числе – за счет пересмотра роли нематериальных активов (интеллектуального капитала) в формировании как фундаментальной, так и рыночной капитализации компаний. Для нас представляло интерес, во-первых, получить более актуальные данные об искомой взаимосвязи и, во-вторых, исследовать влияние финансово-экономического кризиса 2008–2010 гг. и его текущих последствий на российский фондовый рынок. Для обеспечения сопоставимости полученных нами результатов с результатами предшествующих исследований других авторов, мы использовали аналогичную модель фундаментальной оценки компаний, их рыночной оценки, а также некоторые расчетные параметры.

Ранее установлено [4], что наиболее адекватный результат даёт модель оценки фундаментальной стоимости компании, основанная на остаточной чистой прибыли (Residual Earnings Model – REM).

Остаточная чистая прибыль (Residual Earning) – это разность между чистой прибылью организации и затратами на капитал. Этот показатель описывает эффективность деятельности предприятия со стороны акционеров. В качестве компонентов этого показателя за прибыль берется

чистая прибыль (NI), а за затраты – произведение стоимости капитала компании (E) на требуемую доходность на капитал (k_E). Формула приобретает вид:

$$RE_j = NI_j - k_E \cdot E_{j-1} \quad (1)$$

Тогда V_E^{REM} – фундаментальная стоимость собственного капитала компании, в соответствии с теорией VBM, в j -том периоде рассчитывается по соотношению:

$$V_E^{REM} = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RE_i}{(1+k_E)^i} \quad (2)$$

где: E_0 – балансовая стоимость собственного капитала в начале периода, на конец которого производится оценка – т.е. фактически в конце $j-1$ периода: $E_0 = E_{j-1}$. Например, если оценка производится по итогам 2008 года, то значение собственного капитала берется на конец 2007 года. Затем к балансовой стоимости собственного капитала добавляется сумма дисконтированных значений остаточной прибыли RE_i по годам (периодам) вплоть до бесконечности:

$$(V_E^{REM})_0 = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{RE_i}{(1+k_E)^i} = E_0 + \sum_{i=1}^{\infty} \frac{NI_i - kE_{i-1}}{(1+k_E)^i} \quad (3)$$

Вместо бесконечной суммы, считая значение RE_i одинаковыми во всех последующих периодах i , берем ее предел при переходе к бесконечности:

$$RE_i = RE_j = const \quad (4)$$

Для исследования фундаментальной оценки были отобраны 30 российских компаний различных отраслей экономики, обыкновенные акции которых включены в листинг ММВБ (Московской биржи). Период исследования включал 2006–2012 гг. Обобщенный ряд переменных показателей «Капитализация» – «Фундаментальная ценность» содержит 198 позиций («фирмо-лет»).

В качестве рыночной оценки использовался показатель рыночной капитализации указанных российских компаний. Формула для расчёта рыночной капитализации выглядит следующим образом:

$$Cap_i = MV_i * N_a, \quad (5)$$

где: Cap_i – рыночная капитализация в i -ом году;

MV_i – цена одной акции в i -ом году;

N_a – количество выпущенных акций.

Для расчета рыночной оценки компании за i -тый год использовалась средневзвешенная цена ее обыкновенных акций за второй квартал следующего, $i+1$, года. Это связано с тем, что финансовая отчетность по итогам года в России публикуется во втором квартале года, следующего за ним. Следовательно, инвесторы, учитывающие фундаментальные показатели деятельности компании, ознакомившись с этой финансовой отчетностью, принимают решения по поводу тех ли иных акций именно в этот период. Таким образом, цены акций второго квартала соответствуют фундаментальной оценке компании за предшествующий год. Подобная методика используется и в других работах [4; 5].

Оценка фундаментальной стоимости проводилась исходя из требуемой доходности $k_E = 0,30$ (30% доходности на акционерный капитал).

Проведена оценка взаимосвязи фундаментальной и рыночной стоимостей российских компаний на основе однофакторной линейной регрессионной модели. Были рассчитаны параметры модели и проведен анализ полученного результата. Значение коэффициента парной корреляции («множественный R») составило 0,817.

Парная корреляция была рассчитана при значении требуемой доходности на собственный капитал k_E равным 0,3. Уравнение регрессии, полученное в результате оценки, выглядит следующим образом:

$$Cap = 0,503 V_E^{REM} - 57\ 611 \text{ (млн.руб)} \quad (6)$$

Коэффициент детерминации R^2 , показывающий, какая часть дисперсии зависимой переменной объясняется уравнением регрессии, в нашем случае коэффициент оказался равным 0,667, что означает, что полученное уравнение регрессии на 66,7% объясняет колебание рыночной капитализации с помощью величины фундаментальной стоимости собственного капитала. Проверка по t - и F - критериям показала, что полученные оценки являются надежными.

В ранее проведенных исследованиях установлено, что в случае однофакторной модели величина R^2 составляет 0,603 [4] и 0,63-0,68 [5]. Таким образом, можно признать, что полученная взаимосвязь фундаментальной и рыночной оценки компаний носит устойчивый характер, подтвержденный независимыми исследователями.

Полученный результат однозначно подтверждает, что на достаточно широком временном горизонте рыночная стоимость компании, а значит –

и благосостояние ее собственников – акционеров, определяется прежде всего фундаментальными показателями ее деятельности в рамках концепции VBM. Следовательно, для максимизации богатства акционеров, выражающегося ценой обыкновенных акций, менеджмент должен сосредоточит свои усилия на действиях, создающих измеряемую с помощью показателей деятельности ценность компании.

2. Фундаментальная стоимость компаний и опционы роста

В ходе анализа данных было выявлено, что существует разница между рыночной (market value, MV) и фундаментальной (V_E^{REM}) стоимостью компаний, и она в большинстве случаев положительная. Т.е., можно считать, что рыночная стоимость компании включает в себя две компоненты:

$$MV = V_E^{REM} + FGV, \quad (7)$$

Где: FGV – ценность будущих возможностей компании получать прибыль, или ценность опционов роста – future growth value. Последнее слагаемое, FGV, обычно связывается с обладанием компанией так называемыми нематериальными активами; ряд авторов относят ее к интеллектуальному капиталу [6]. Ценность опционов роста велика и существенно меняется от отрасли к отрасли. В нашем исследовании предпринята попытка определить долю вклада опционов роста, которую мы связываем с обладанием компаниями интеллектуальным капиталом (нематериальными активами) в рыночную стоимость российских компаний различных отраслей экономики. Для этого наш массив данных был разбит по отраслям, подсчитан FGV для каждой фирмы, его средние значения по отрасли и по массиву в целом (Таблица 1).

Таблица 1 – Доля FGV в рыночной капитализации компаний

Компания	Среднее по отрасли значение доли FGV
<i>Нефть и газ</i>	0,54
<i>Транспорт</i>	0,68
<i>Энергетика</i>	0,89
<i>Финансы</i>	0,57
<i>Потребительский сектор</i>	0,81
<i>Телекоммуникации</i>	0,78
<i>Металлургия</i>	0,76
<i>Химия и нефтехимия</i>	0,57
Среднее значение по выборке	0,69

Из таблицы 1 видна высокая доля опционов роста в рыночной капитализации российских компаний, причем этот показатель значительно изменяется от отрасли к отрасли.

Таким образом, нематериальные активы (интеллектуальный капитал) дают заметный вклад в создание рыночной стоимости компаний. С точки зрения концепции VBM, управлению этой частью активов менеджменту фирмы необходимо уделять первостепенное внимание. Управлять же чем-либо нельзя, не имея возможности проводить измерения (оценку) управляемого объекта.

3. Связь рыночной стоимости с величиной интеллектуального капитала российских компаний

Оценка интеллектуального капитала компании – весьма трудоемкий процесс из-за специфики объекта исследования, заключающейся в его нематериальности. За последние годы было создано несколько методов и теорий, позволяющих все-таки в той или иной мере оценить степень развития данного параметра у компаний. К сожалению, несмотря на множество разработанных методов, так и не удалось выявить совершенную модель оценки интеллектуального капитала.

В качестве общего подхода к оцениванию нематериальных активов (интеллектуального капитала), используемого в данном исследовании, выбран метод рассчитываемой нематериальной ценности (calculated intangible value – CIV), предложенный Т. Стюартом [7].

Основой метода является определение «нематериальной» составляющей стоимости компании с помощью разности между значениями балансовой стоимости активов и величины остаточной чистой прибыли у конкретно взятой компании по сравнению со средним значением этого показателя в отрасли.

Эта разница трактуется как потенциал компании, ее возможность опережения своих конкурентов, используя нехарактерные для других компаний нематериальные активы. Это ее шанс генерировать большую прибыль в будущем. Данный метод примечателен тем, что позволяет сравнивать как компании внутри одной отрасли, так и различные отрасли между собой.

Исследование ценности нематериальных активов согласно методу CIV, базируется на модели остаточной операционной прибыли (residual operating income – REOI) как варианте модели фундаментальной ценности собственного капитала. Согласно концепции модели остаточной чистой прибыли, фундаментальная стоимость осязаемых или материальных активов находится по формуле [8]:

$$V_T = NA * (RONA_{AV} / k_W), \quad (8)$$

где:

NA (*Net Assets*) – чистые активы, оцененные по их балансовой стоимости;

$RONA_{AV}$ (*Return on Net Assets*)_{средн} – средняя доходность чистых активов по конкретной отрасли;

k_W – средневзвешенная стоимость капитала компании.

Фундаментальная стоимость нематериальных активов :

$$V_I = NA_T * (RONA - RONA_{AV}) / RONA_{AV}, \quad (9)$$

где:

$RONA$ – доходность чистых активов, равная отношению операционной прибыли компании к ее чистым активам.

При оценке интеллектуального капитала российских компаний возникает проблема, связанная с методикой определения стоимости капитала компаний, k_W , используемой при расчетах показателей $RONA$. Если для компаний на развитых рынках средневзвешенная стоимость капитала указывается в их отчетности, то в российской практике это пока еще не является нормой. Чтобы избежать неопределенности, в наших исследованиях использовался упрощенный метод определения стоимости интеллектуального капитала исходя из следующих соображений.

Рыночная стоимость всех активов компании представляет собой суммарную оценку обоих видов активов: материальных («осязаемых», *tangible*, V_T) и нематериальных («неосязаемых», *intangible* V_I):

$$V_A = V_T + V_I, \quad (10)$$

С другой стороны, рыночная стоимость активов V_A складывается из стоимости собственного капитала компании, или ее капитализации, Cap , и стоимости долга, D :

$$V_A = Cap + D \quad (11)$$

С достаточно высокой точностью можно считать, что рыночная стоимость долга для стабильной компании равна его балансовой стоимости: $D = D_{BV}$.

Следовательно:

$$V_T + V_I = Cap + D_{BV}$$

Откуда:

$$V_I = Cap + D_{BV} - V_T \quad (12)$$

По соотношению (12) были рассчитаны значения стоимости нематериальных активов (интеллектуального капитала) V_I компаний нефтегазового сектора России. Данные расчетов представлены в таблице 2.

Таблица 2. Значения стоимости нематериальных активов V_I , рассчитанные с использованием соотношения (12), млрд. руб.

Компания	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Башнефть	-	-	-	-	-	232	266
Газпром	3 010	4 005	-691	-1 277	-652	-3 121	-4 721
Газпромнефть	234	534	59	154	65	-13	-235
Лукойл	-	1 673	1 093	1 033	1 364	1 031	1 019
Новатэк	344	516	293	482	902	791	698
Роснефть	1 661	2 274	789	1 114	1 028	332	327
Славнефть	-	-	685	1 617	1 348	1 259	1 824
Сургутнефтегаз	-	51	-232	-114	-225	-511	-694
Татнефть	45	149	-16	0	57	41	10

Как и следовало ожидать, стоимость нематериальных активов (интеллектуального капитала) у некоторых компаний в отдельные периоды имела отрицательные значения, что свидетельствует об их «проигрыше» в конкурентной борьбе другим предприятиям отрасли.

Было проведено исследование связи капитализации компаний со стоимостью как интеллектуального капитала V_I , так и материальных активов V_T . Исследование проводилось для 9 предприятий нефтегазовой промышленности России и охватывало период с 2006 по 2012 гг. включительно. Для анализа использовались данные общедоступной неконсолидированной финансовой отчетности компаний, представленные на их Интернет-сайтах.

Результатом проведенной оценки стало следующее уравнение регрессии:

$$Cap = 13532,000 + 0,297V_T \quad (13)$$

Значение коэффициента детерминации $R^2=0,058$, что говорит о низкой взаимосвязи между анализируемыми переменными. При этом проверка на статистическую значимость и модель в целом, и коэффициенты не прошли.

Для пары «капитализация» – «стоимость материальных активов» получено следующее уравнение регрессии:

$$Cap = 629770,000 + 0,454V_T \quad (14)$$

Значение нормированного коэффициента детерминации $R^2=0,563$, что говорит о наличии взаимосвязи между анализируемыми переменными. При этом модель прошла проверку на статистическую значимость.

Из проведенного исследования можно сделать вывод о том, что в нефтегазовой отрасли влияние фундаментальной ценности нематериальных активов (интеллектуального капитала) на рыночную стоимость активов компании не удастся установить. Авторы [8] в более раннем исследовании также пришли к подобному выводу в отношении компаний некоторых других отраслей российской экономики. В то же время фундаментальная стоимость материальных активов показывает достаточно тесную взаимосвязь с капитализацией компаний.

Заключение. Таким образом, в результате проведенных исследований установлено, что на российском фондовом рынке имеется достаточно тесная взаимосвязь фундаментальной и рыночной оценки компаний, которая носит устойчивый характер, подтвержденный независимыми исследователями. Это соответствует тенденциям, наблюдаемым на развитых мировых рынках. Следовательно, для максимизации богатства акционеров, выражающегося ценой обыкновенных акций, менеджмент российских компаний в рамках концепции VBM должен сосредоточит свои усилия на действиях, создающих измеряемую с помощью показателей деятельности ценность компании.

Однако, капитализация во многих случаях превышает фундаментальную стоимость компании, что связано с обладанием компанией специфическими нематериальными активами, или интеллектуальным капиталом.

В работе проведено также исследование, предметом которого является выявление взаимосвязи между рыночной капитализацией компании и фундаментальной ценностью как материальных, так и нематериальных активов. Установлена достаточно тесная взаимосвязь между стоимостью материальных активов и рыночной капитализацией компании, в то время как влияния фундаментальной ценности интеллектуального капитала на рыночную стоимость активов компании не удается установить.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЙ СПИСОК:

1. Коупленд Т. Стоимость компаний: оценка и управление / пер. с англ. Коупленд Т. Колер Т., Мурин Дж. – СПб.: «Олимп-Бизнес», 1999. – 576с.
2. Волков Д.Л. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 2. С. 3–42.
3. Волков Д.Л. Управление ценностью: показатели и модели оценки // Российский журнал менеджмента. 2005. Т.3. №4. С. 67–76.
4. Бухвалов А.В., Волков Д.Л. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний // Вестник СПбГУ. Серия 8. Менеджмент. 2005. №1. С. 26–43.
5. Волков Д.Л., Березинец И.В. Управление ценностью: анализ основанных на бухгалтерских показателях моделей оценки // Научные доклады НИИ Менеджмента СПбГУ. 2006. № 3 (R).
6. Руус Й., Пайк С., Фернстрем Л. Интеллектуальный капитал: практика управления. – СПб.: «Высшая Школа Менеджмента», 2008. – 436 с.
7. Stewart T. Intellectual Capital: The new wealth of organizations. NY: Currency /Doubleday. 1997.
8. Волков Д.Л., Гаранина Т.А. Оценивание интеллектуального капитала российских компаний // Научные доклады НИИ Менеджмента СПбГУ. 2006. № 22 (R).