

На правах рукописи



КИЛИНСКИЙ МИХАИЛ АЛЕКСАНДРОВИЧ

**ФИНАНСОВЫЕ И НЕФИНАНСОВЫЕ ДЕТЕРМИНАНТЫ В ОЦЕНКЕ
СТОИМОСТИ БИЗНЕСА**

Специальность – 08.00.10 «Финансы, денежное обращение и кредит»

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации на соискание ученой степени
кандидата экономических наук

Москва - 2021

Работа выполнена на базовой кафедре финансовой и экономической безопасности федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова»

Научный руководитель - доктор экономических наук, доцент
Клевцов Виталий Владимирович

Официальные
оппоненты - **Мануйленко Виктория Валерьевна**,
доктор экономических наук, профессор, федеральное государственное автономное образовательное учреждение высшего образования «Северо-Кавказский федеральный университет», кафедра «Финансы и кредит», профессор

- **Карминский Александр Маркович**,
доктор экономических наук, доктор технических наук, академик РАЕН, профессор, национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», факультет экономических наук, школа финансов, департамент финансов, профессор-исследователь

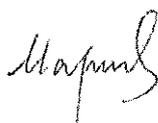
Ведущая организация ФГБОУ ВО «Орловский государственный университет имени И.С. Тургенева»

Защита состоится «18» мая 2021 г. в 11:00 часов на заседании диссертационного совета Д 212.196.02 на базе федерального государственного бюджетного образовательного учреждения высшего образования «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу: 117997, г. Москва, Стремянный пер., д.36 корп. 3, ауд. 353.

С диссертацией можно ознакомиться в научно-информационном библиотечном центре имени академика Л.И.Абалкина ФГБОУ «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова» по адресу 117797 г. Москва, ул. Зацепы, д. 43 и на сайте организации <http://ords.rea.ru>.

Автореферат разослан «15» апреля 2021 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета



Маршавина Любовь Яковлевна

I. ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

Актуальность темы обусловлена необходимостью повышения стоимости российских компаний на глобальных рынках, поскольку в настоящее время диагностируется слабая роль российского фондового рынка в повышении эффективности распределения мировых финансовых ресурсов. В 2019 г. стоимость всех публичных акционерных обществ России не превышала 45 % от ВВП против 107 % в 2007 г.¹ и составила немногим более 48 трлн р. При этом капитализация мирового фондового рынка превышает 80 трлн долларов США². Основной вклад в капитализацию российского фондового рынка вносят нефтегазовые компании и крупные банки, а не инновационные и высокотехнологичные организации. Недостаточная ориентированность российских компаний на приращение стоимости их бизнеса позволяет констатировать фрагментарность учета положений современных теорий корпоративных финансов в практике управления стоимостью компании на российском фондовом рынке.

Также значительное негативное влияние на российский фондовый рынок оказала пандемия COVID-19. Так с января по апрель 2020 года индекс РТС снизился примерно на 20 %, при этом наиболее сильное падение произошло в секторе нефтегазовых компаний и составило минус 34 %³.

Актуальность задачи приращения фундаментальной и рыночной стоимости российских компаний обусловлена также необходимостью мобилизации средств инвесторов и повышения эффективности их распределения, что в значительной степени влияет на конкурентоспособность национальной экономики. Это определяет высокое значение развития методологии оценки стоимости бизнеса россий-

¹ Федеральная служба государственной статистики / официальный сайт [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.gks.ru/> (дата обращения: 24.06.2020).

² Информационный ресурс ММВБ: официальный интернет-портал. [Электронный ресурс] – Режим доступа: <https://moex.com/> (дата обращения: 20.03.2020)

³ Смертелен ли коронавирус для российского фондового рынка? Взгляд со стороны [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <https://www.forbes.ru/finansy-i-investicii/395875-smertelen-li-koronavirus-dlya-rossiyskogo-fondovogo-rynka-vzglyad-so> (дата обращения: 02.08.2020).

ских компаний, поскольку в современных условиях на стоимость бизнеса компаний воздействуют как финансовые, так и нефинансовые (качественные) факторы, а сам национальный фондовый рынок, участвующий в процессе формирования стоимости компаний, характеризуется низкой ликвидностью и слабой формой информационной эффективности. Опыт развитых стран демонстрирует, что ориентация менеджмента на рост стоимости компаний является залогом их долгосрочного развития. Именно стоимость является целевым показателем при выборе стратегических альтернатив развития компаний, что обуславливает высокое значение методологии оценки их стоимости. Однако современная методология оценки стоимости бизнеса компаний не лишена ряда недостатков, снижающих эффективность её применения в качестве инструмента корпоративного управления. В частности, система методов оценки стоимости бизнеса в значительной степени ориентирована на выявление финансовых показателей эффективности деятельности компаний и не уделяет должного внимания нефинансовым и качественным факторам, таким как интеллектуальный капитал, качество корпоративного управления и т.д. Практически отсутствуют комплексные модели, позволяющие интегрально оценить взаимосвязь между различными видами стоимости компаний и совокупностью переменных, определяющих эффективность бизнеса в современной экономике.

Таким образом, актуальность темы исследования обусловлена необходимостью развития методологии оценки стоимости бизнеса российских компаний посредством расширения системы факторов, влияющих на стоимость российских компаний, а также методов оценки этого влияния.

Степень научной разработанности темы исследования. Методологии формирования фундаментальной и рыночной стоимости компании посвящены работы Блэка Э., Гранта Дж., Коллера Т., Коуплэнда Т., Майерса С., МакТаггарта Дж., Мэддена Т., О'Бирна С., Ольсена Э., Оттосона Е., Раппопорта А., Стерна Д., Стюарта Б., Фернандеса П., Янга Д., Долгоффа А. и других.

Исследования факторов, определяющих стоимость бизнеса компании представлены в работах зарубежных и российских ученых: Биддла Г., Гриличиса З., Жао Х., Замлелого А.Ю., Ивашковской И.В., Клевцова В.В., Клейдона А., Козыря

Ю.В., Ла-Порты Р., Малигетти П., Мануйленко В.В., Ордова К.В., Панди И., Педерсена Т., Сафиуллина А.Р., Тепловой Т.В., Томсена С., Фамы Ю., Федотовой М.А., Фрухана У., Холла Б., Чена Л., Чуа К., Френча К. и других.

В отечественной научной литературе значительный вклад в изучение вопросов формирования системы финансового менеджмента компании на основе методологии оценки стоимости бизнеса, внесен Бобылевой А.З., Бухваловым А.В., Волковым Д.Л., Городновой Н.В., Екимовой К.В., Еленевой Ю.Я., Ивашковской И.В., Каменевої Е.А., Карминского А.М., Лисицыной Е.В., Лобановой Е.Н., Лукасевича И.Я., Никитушкиной И.В., Останина В.А., Погодиной Т.В., Романовского М.В., Рыковой И.Н., Тепловой Т.В., Тютюкиной Е.Б., Федотовой М.А., Чалдаевой Л.А. и другими.

Несмотря на то, что в научной литературе исследовались вопросы методологии оценки стоимости бизнеса компаний, роль и место нефинансовых факторов в процессе их формирования изучены недостаточно, существует недостаток эмпирических исследований в области взаимосвязи финансовых показателей эффективности деятельности компании с реально наблюдаемыми ценами активов российского рынка акций; места и роли нефинансовых факторов в методологии оценки стоимости бизнеса компаний. Это определяет теоретическую и практическую значимость диссертации.

Объектом исследования является методика оценки стоимости бизнеса российских компаний.

Предмет исследования – система финансовых отношений, возникающих в процессе оценки стоимости бизнеса российских компаний.

Цель исследования состоит в развитии методики оценки стоимости бизнеса российских компаний на основе выделения финансовых и нефинансовых детерминант стоимости компании.

Цель работы обусловила необходимость постановки и решения следующих **задач:**

- дать авторскую трактовку понятия «оценка стоимости бизнеса компании»;

- предложить методику определения долгосрочных значений рыночной стоимости российских компаний на основе моделирования нефинансовых детерминант стоимости;

- разработать и апробировать эконометрическую модель формирования акционерной стоимости бизнеса, учитывающую финансовые и нефинансовые факторы стоимости бизнеса компаний;

- выявить и раскрыть ключевые показатели, воздействующие на экономическую прибыль и рыночную стоимость бизнеса;

- разработать и обосновать рекомендации по повышению стоимости бизнеса.

Область исследования. Исследование выполнено в соответствии с пунктом 3.28. «Финансовый менеджмент», пунктом 5.3. «Теория и методология оценки стоимости бизнеса» паспорта научной специальности 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит.

Теоретической и методологической основой диссертационного исследования являются фундаментальные и прикладные исследования зарубежных и отечественных ученых-экономистов, посвященные вопросам теории и методологии оценки стоимости бизнеса, финансового менеджмента, корпоративных финансов, инвестиционного анализа. Методологическая база исследования сформирована на основе использования общенаучных методов исследования: методов анализа и синтеза, обобщения, индукции и дедукции, классификации; методов системного анализа; статистических методов корреляционного, регрессионного анализа; методов анализа панельных данных; а также табличных и графических приемов визуализации статистических данных.

Эмпирическую основу исследования составили:

- законодательные акты Российской Федерации, принятые на их основе нормативные документы по оценке стоимости бизнеса компаний;

– статистические материалы информационной платформы ММВБ по котировкам акций публичных обществ;

- базы данных финансовой информации Investing.com, Cbonds, РБК;

- информация с сайтов исследуемых компаний, публичные отчеты о корпоративном управлении, публикации в СМИ о конечных бенефициарах российских компаний и структуре их собственности;

– публикации в специальной периодической печати России и зарубежных стран по теме исследования.

Научная новизна исследования состоит в научном обосновании развития методики оценки стоимости бизнеса российских компаний на основе выделения финансовых и нефинансовых детерминант стоимости компании.

Наиболее существенные результаты, определяющие научную новизну исследования, полученные лично соискателем и выносимые на защиту, заключаются в следующем:

- дана авторская трактовка понятия «оценка стоимости бизнеса компании» как совокупности методов формализованного представления процесса создания стоимости бизнеса, определяемой воздействием финансовой архитектуры компании, качеством корпоративного управления и вкладом интеллектуального капитала, способствующих интеграции финансовых и нефинансовых факторов в стоимости бизнеса как целевом показателе системы финансового менеджмента российских компаний, что расширяет представления о теории оценки стоимости бизнеса в части выделения финансовых и нефинансовых детерминант стоимости компаний;

- предложена методика определения долгосрочных значений рыночной стоимости российских компаний, основанная на учете ожидаемых инвесторами будущих потоков экономической прибыли, количественном моделировании нефинансовых факторов стоимости и их нелинейной взаимосвязи с финансовыми показателями, способствующая повышению качества прогнозов и обоснованности принимаемых инвестиционных решений на фондовом рынке;

- разработана и апробирована эконометрическая модель формирования акционерной стоимости бизнеса, отличающаяся включением в нее нефинансовых факторов (интеллектуальный капитал, качество корпоративного управления и др.), позволяющая подтвердить решающее воздействие на стоимость бизнеса россий-

ских публичных обществ характеристик состава совета директоров, степени диверсификации бизнеса, структуры собственности и оценки интеллектуального капитала;

- на основе применения экономико-математических методов выявлены и раскрыты ключевые показатели, воздействующие на экономическую прибыль (уровень долговой нагрузки, рентабельность и оборачиваемость активов) и рыночную стоимость бизнеса (характеристики состава и структуры совета директоров, качество управления интеллектуальным капиталом), что способствует развитию методологии оценки стоимости российских компаний;

- разработаны и обоснованы на основе кластерного анализа крупнейших российских компаний рекомендации по повышению стоимости бизнеса, включающие снижение степени диверсификации бизнеса и долговой нагрузки, введение большего числа независимых членов в совет директоров, повышение эффективности управления ключевыми компонентами интеллектуального капитала, способствующие обеспечению устойчивого роста рыночной и фундаментальной стоимости бизнеса.

Теоретическая значимость полученных результатов исследования состоит в приращении научных знаний в области теории оценки стоимости бизнеса путем уточнения категориального аппарата, выявления ключевых факторов стоимости бизнеса и разработки методики её прогнозирования. Результаты диссертации расширяют представление о финансовых и нефинансовых факторах, определяющих стоимость бизнеса, формируют основу для дальнейшего исследования проблем методики оценки бизнеса компаний.

Практическая значимость диссертации состоит в возможности использования методики прогнозирования долгосрочных значений рыночной стоимости российских компаний, эконометрической модели формирования акционерной стоимости бизнеса, методического подхода к управлению стоимостью бизнеса российских публичных обществ, рекомендаций по повышению стоимости бизнеса. Они могут быть использованы финансовыми директорами компаний для финансового обос-

нования управленческих решений, разработки финансовой стратегии, оценки эффективности деятельности компании на основе показателей стоимости бизнеса и совершенствования системы финансового менеджмента; инвестиционными аналитиками и оценщиками для развития прогнозных моделей стоимости российских компаний; в учебном процессе при подготовке бакалавров, магистров и аспирантов, и повышении квалификации оценщиков, сотрудников финансовых подразделений акционерных обществ.

Апробация и внедрение результатов исследования. Рекомендации по выявлению определяющих факторов стоимости бизнеса внедрены в ПАО «МТС». Теоретические положения и практические выводы диссертации представлены и обсуждены на 4 международных и всероссийских научных и научно-практических конференциях: «Современные тенденции развития финансовой сферы России» (г. Москва, МАПК, 2016, 2017 годы), «Ломоносов - 2016» (г. Москва, МГУ, 2016г.), «Евразийское пространство: приоритеты социально-экономического развития» (г. Москва, ЕАОИ, 2013-2015 годы), «Инновационное развитие современной экономики» (г. Москва, ЕАОИ, 2013, 2014 годы).

Рекомендации и теоретические разработки исследования использованы в учебном процессе Московской академии профессиональных компетенций при чтении дисциплин «Корпоративные финансы», «Финансовый менеджмент», в учебном процессе Национальной ассоциации организаций и специалистов образования и науки при чтении дисциплины «Актуальные вопросы оценки стоимости бизнеса».

Публикации. Основные результаты исследования изложены в 10 работах общим объемом 15,2 печ. л. (авторский объем – 6,5 печ. л.), в том числе в 6 научных статьях объемом 4,2 печ. л., в том числе авторских 3,7 печ. л., опубликованных в журналах, включенных в перечень рецензируемых научных изданий, в которых должны быть опубликованы основные научные результаты диссертации на соискание ученой степени кандидата наук, утвержденные Высшей аттестационной комиссией Минобрнауки России.

Структура работы обусловлена целью, задачами исследования и состоит из введения, трех глав, объединяющих 9 параграфов, заключения, списка использованных источников и приложений.

II. ОСНОВНЫЕ РЕЗУЛЬТАТЫ И ПОЛОЖЕНИЯ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Дана авторская трактовка понятия «оценка стоимости бизнеса компании» как совокупности методов формализованного представления процесса создания стоимости бизнеса, определяемой воздействием финансовой архитектуры компании, качеством корпоративного управления и вкладом интеллектуального капитала, способствующих интеграции финансовых и нефинансовых факторов в стоимости бизнеса как целевом показателе системы финансового менеджмента российских компаний, что расширяет представления о теории оценки стоимости бизнеса в части выделения финансовых и нефинансовых детерминант стоимости компаний.

Традиционными подходами к оценке стоимости бизнеса являются сравнительный, доходный и затратный. Теоретическое исследование этих подходов позволило представить их основное содержание, а также выявить и раскрыть возможности и ограничения (Таблица 1).

Представленные результаты теоретического анализа позволяют сформулировать вывод, что традиционные подходы к оценке стоимости бизнеса компаний, несмотря на их нормативный характер, обладают ограничениями.

Таблица 1 - Сравнительный анализ подходов к оценке стоимости бизнеса компаний, систематизация их возможностей и ограничений

| Подход к оценке | Содержание подхода | Возможности подхода | Ограничения подхода |
|------------------------|--|---|---|
| Доходный | Методически акцентирует внимание на оценке стоимости бизнеса с точки зрения возможности и рисков генерирования доходов в будущем | Позволяет: учесть в оценке стоимости перспективы бизнеса, сопряженные с ним риски; применить метод сценариев; частично гармонизировать содержание подхода с методическими положениями современных теорий корпоративных финансов и | Трудоемкость расчетов; фрагментарность информационной базы для оценки стоимости; субъективность в обосновании ставки дисконтирования; сложность прогнозирования будущих доходов бизнеса |

| | | | |
|---------------|---|---|---|
| | | инвестиций вследствие базирования подхода на будущем времени | |
| Затратный | Оценка производится на основе соотнесения затрат на замещение объекта оценки | Простота расчетов; снижение риска субъективности оценки за счет использования информации из открытых источников и профессиональных баз данных, что повышает обоснованность оценки; позволяет учесть уровень развития технологий через износ активов бизнеса | Не учитывает риски бизнеса; перспективы развития компании, применяемые стратегии роста ее стоимости; отсутствует возможность применить в процессе оценки стоимости или к ее результатам методических положений современных теорий корпоративных финансов, инвестиций и КЦОУ, поскольку подход основан на данных из прошлых периодов времени |
| Сравнительный | Оценка осуществляется на основе сопоставления характеристик бизнеса с аналогами | Методы оценки стоимости ориентированы на использование текущей ситуации на рынке; позволяет учитывать отраслевые факторы | Не учитывает уникальные характеристики оцениваемой компании; трудоемкость сбора данных о бизнесе аналогов; практически отсутствует возможность учесть методические положения современных теорий корпоративных финансов, инвестиций и КЦОУ, поскольку подход основан на данных настоящего / недавнего прошлого временного периода |

Источник: Составлено автором.

Потребность в трансформации методов стоимостного анализа компаний является насущной и связана прежде всего со стремительной трансформацией современной экономики - переходом к экономике знаний, бурным развитием такого компонента экономической системы как “зеленая” экономика, увеличением значимости социального и интеллектуального капитала в эффективности деятельности современных субъектов хозяйствования.

На основании проведенного исследования предложена авторская трактовка понятия «оценка стоимости бизнеса компании», раскрывающая источники и детерминанты формирования стоимости, учитывающая определяющую роль трудноформализуемых нефинансовых факторов.

В диссертации выделены две группы факторов, которые недостаточно интегрированы в систему управления стоимостью бизнеса компаний: внутренние нефинансовые и внешние. Такие нефинансовые факторы как качество корпоративного управления, интеллектуальный и социальный капитал оказывают доказанное влияние на стоимость бизнеса, но при этом их учет достаточно сложен в связи с недостаточно разработанными методами формализации данных показателей. Когда

речь идет о качестве корпоративного управления, необходимо понять, каким образом на стоимость компаний могут влиять такие факторы как доля менеджеров в собственности, доля собственности в руках государства и институциональных инвесторов, концентрация собственности, структура совета директоров.

2. Предложена методика определения долгосрочных значений рыночной стоимости российских компаний, основанная на учете ожидаемых инвесторами будущих потоков экономической прибыли, количественном моделировании нефинансовых факторов стоимости и их нелинейной взаимосвязи с финансовыми показателями, способствующая повышению качества прогнозов и обоснованности принимаемых инвестиционных решений на фондовом рынке.

Необходимым условием для успешного управления стоимостью компании является разработка финансовой модели её деятельности. Цель финансового моделирования стоимости - изучение и понимание взаимосвязей между определенными переменными и стоимостью компаний. При этом в качестве зависимой переменной может выступать как рыночная, так и фундаментальная стоимости компаний, а входными параметрами модели являются любые переменные, способные оказывать влияние на стоимость бизнеса компаний.

В диссертации предложена классификация финансовых моделей по двум признакам, учитывающая уровень принимаемых финансовых решений и степень определенности параметров модели (Рисунок 1).

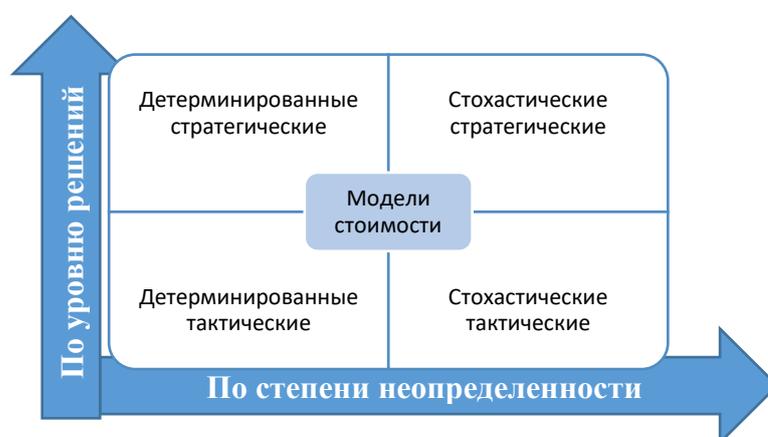


Рисунок 1 – Классификация финансовых моделей стоимости компании

Источник: Составлено автором.

В диссертации отобраны пять групп факторов, которые могут оказывать влияние на способность бизнеса создавать стоимость (Рисунок 2).



Рисунок 2 - Система факторов стоимости компании

Источник: составлено автором.

Гипотетически набор драйверов стоимости может быть чрезвычайно большим и требует особого глубокого понимания индивидуальных особенностей бизнеса для выбора переменных и анализа чувствительности стоимости к их изменению. Таким образом, основой методологии оценки стоимости бизнеса компании является финансовая модель стоимости.

Исследование взаимосвязи экономической прибыли и рыночной стоимости крупнейших российских компаний проведено в диссертации на основе статистической информации с 2009 по 2019 годы.

База данных включает консолидированную отчетность, составленную по стандартам РосБУ по 38 нефинансовым компаниям, торгующим свои акции на фондовой бирже⁴. Данное исследование позволило установить, что такой показатель как экономическая прибыль действительно способен объяснить движение стоимости крупнейших российских компаний лучше чем изменения чистой прибыли.

При этом значения будущей бухгалтерской прибыли также значимы. Тем не менее необходимо учитывать сложный и нелинейный характер этой зависимости, при котором только учет будущих экономических прибылей обладает предсказательной силой.

⁴ База данных информационного агентства Сbonds.ru [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.investing.com/> (дата обращения: 30.07.2020).

С определенной долей уверенности можно утверждать, что на российском фондовом рынке являются справедливыми некоторые предпосылки теории ограниченной рациональности⁵.

При принятии решений инвесторы действительно руководствуются своими представлениями о будущих потоках экономической прибыли компаний. Можно утверждать, что при росте капитализации в текущем периоде даже при получении отрицательной экономической прибыли в следующем периоде компании получат большую экономическую прибыль, то есть инвесторы правильно оценили перспективы бизнеса. По крайней мере это верно в долгосрочном периоде (год и более), когда наибольшую роль начинают играть фундаментальные факторы, в отличие от технических, которые предположительно более значимы в краткосрочном периоде. Необходима разработка комплексной, динамической модели стоимости бизнеса компаний с учетом как финансовых, так и нефинансовых факторов, а также институциональной и отраслевой специфики при учете макроэкономических рисков.

3. Разработана и апробирована эконометрическая модель формирования акционерной стоимости бизнеса, отличающаяся включением в нее нефинансовых факторов (интеллектуальный капитал, качество корпоративного управления и др.), позволяющая подтвердить решающее воздействие на стоимость бизнеса российских публичных обществ характеристик состава совета директоров, степени диверсификации бизнеса, структуры собственности и оценки интеллектуального капитала.

Эконометрическая модель акционерной стоимости российских компаний включает следующие группы объясняющих переменных:

Финансовые факторы. Данная группа показателей является традиционной и именно с определения финансовых факторов начинается разработка системы управления, основанной на стоимости. В целом можно утверждать, что финансовые факторы характеризуют эффективность управления активами компаний.

⁵ Саймон, Г. Рациональность как процесс и продукт мышления / Г. Саймон // THESIS Вып.3. – 1993. – С. 16–38.

Факторы интеллектуального капитала, потенциально оказывающие влияние на стоимость бизнеса компаний, представлены в таблице 2.

Факторы корпоративного управления, потенциально оказывающие влияние на стоимость бизнеса компаний, представлены в таблице 3.

Факторы, характеризующие отраслевую принадлежность и степень диверсификации компании, приведены в таблице 4.

Таблица 2 - Факторы интеллектуального капитала, потенциально оказывающие влияние на стоимость

| Наименование / обозначение | Источник | Гипотеза |
|--|---|---|
| Нематериальные активы (НМА) | Форма 1, стр. 1110 | Показатели, характеризующие интеллектуальный капитал, значимо и положительно влияют на стоимость компании |
| Результаты исследований и разработок (НИОКР) | Форма 1 стр. 1120 | |
| Фундаментальная стоимость интеллектуального капитала (CIV) | Рассчитана по модели Calculated Intangible Value | |
| Валовая прибыль на сотрудника (TRn) | База данных http://www.rbc.ru/ и информация в открытом доступе | |
| Попадание компании в ТОП 15 рейтинга корпоративного обучения (dummy_e) | Информация с сайта rbc.ru | |

Источник: составлено автором на основании исследования.

В качестве зависимой переменной выступает натуральный логарифм рыночной капитализации. Для улучшения качества модели, обеспечения сопоставимости данных и борьбы с нелинейностью часть показателей логарифмированы и бинаризованы, модель является полулогарифмической.

В связи с тем, что выборка состоит из 38 компаний за 10-и летний период, необходимо использовать специальные методы анализа, в частности анализ панельных данных.

Таблица 3 - Факторы корпоративного управления, потенциально оказывающие влияние на стоимость

| Показатель | Описание | Гипотеза |
|----------------|--|--|
| Ind | Доля независимых директоров в совете | Институт независимых директоров оказывает положительное влияние на корпоративное управление в сфере контроля за достоверностью финансовой информации, прозрачность деятельности компании и разработку корпоративной стратегии. Оказывает положительное влияние на стоимость. |
| Board | Количество директоров в совете | Влияние неоднозначно. Возможно существует некий “оптимальный” состав совета директоров, оказывающий положительное влияние на стоимость. |
| Gos | Доля акций компании, принадлежащих государственным структурам | Влияние неоднозначно. Исследования на этот счет противоречивы ^{6,7} |
| Maj3 | Концентрация собственности – доля акций, принадлежащая трем крупнейшим собственникам | Влияние неоднозначно. С одной стороны, крупные собственники имеют больше возможностей контролировать менеджмент. С другой, возможно ущемление прав миноритарных акционеров, которое может привести к снижению эффективности деятельности. |
| dummy_Director | Фиктивная переменная = 1, если генеральный директор также является членом совета директоров, иначе 0 | Положительное влияние на стоимость. Сближение функций управления и владения сглаживает агентский конфликт. |

Источник: составлено автором.

В связи с тем, что выборка состоит из 38 предприятий за 10-и летний период, в диссертации использованы специальные методы анализа, в частности анализ панельных данных. Указанный метод применяется в случае, когда данные представлены короткими временными рядами по большому количеству различных экономических субъектов, то есть выборка совмещает в себе пространственное и динамическое измерения. В работе использован алгоритм, состоящий из двух этапов для оценки и выбора наиболее адекватной эконометрической модели. На первом

⁶ Goldeng, E. The Inferior Performance of State Owned Enterprises: Is it due to Ownership or Market Structure / E. Goldeng, L. A. Grunfeld, G. R. G. Benito // NUPI Working Paper. – No. 663. – 2004. – P. 1–33.

⁷ The Effect of Ownership and Competitive Pressure on Firm Performance in Transition Countries: Micro Evidence from Bulgaria, Romania and Poland / Angelucci M., Estrin S., Konings J., Zolkiewski Z. : William Davidson Institute Working Paper. No. 434. Ann Arbor, MI: University of Michigan, 2002.

этапе рассчитаны различные варианты эконометрических моделей. На втором проведено их сравнение с использованием статистических тестов и произведен выбор наиболее адекватной модели. Все расчеты, связанные с регрессионным анализом, проведены в программном пакете STATA.

Таблица 4 – Факторы, характеризующие отраслевую принадлежность и степень диверсификации компании

| Наименование / обозначение | Гипотеза |
|----------------------------|---|
| Отрасль | Отраслевая принадлежность оказывает значимое влияние на способность создавать стоимость |
| Диверсификация (divers) | Количество видов деятельности, которые осуществляют компании и её дочерние предприятия |

Источник: составлено автором.

4. На основе применения экономико-математических методов выявлены и раскрыты ключевые показатели, воздействующие на экономическую прибыль (уровень долговой нагрузки, рентабельность и оборачиваемость активов) и рыночную стоимость бизнеса (характеристики состава и структуры совета директоров, качество управления интеллектуальным капиталом), что способствует развитию методологии оценки стоимости российских компаний.

Результаты эконометрического моделирования рыночной стоимости компаний представлены в таблице 5.

Результаты эконометрического моделирования экономической прибыли, нормированной на стоимость активов компаний, представлены в таблице 6.

Наиболее значимыми финансовыми факторами для рыночной стоимости оказались, во-первых, показатели, характеризующие размер компании (балансовая стоимость активов). Во-вторых, показатели, характеризующие структуру капитала.

Таблица 5 - Результаты эконометрического моделирования рыночной стоимости компаний (модель с фиксированными индивидуальными эффектами – оставлены только значимые регрессоры).

| Переменная | Обозначение | Коэффициент регрессии | Pvalue |
|-----------------------|-------------|-----------------------|--------|
| Доля долга в капитале | de | -0,2815 | 0,00 |

| Переменная | Обозначение | Коэффициент регрессии | Pvalue |
|---|-------------|-----------------------|----------------------------------|
| Валовая рентабельность продаж | ros | 0,0061 | 0,01 |
| Рентабельность накладных расходов | cost | 0,0020 | 0,02 |
| Логарифм балансовой стоимости | ln_bv | 0,5539 | 0,00 |
| Логарифм нематериальных активов | ln_nma | 0,0234 | 0,04 |
| Логарифм затрат на НИОКР | ln_rnd | -0,0176 | 0,01 |
| Стоимость интеллектуального капитала по методу CIV | ln_civ | 0,0102 | 0,00 |
| Размер совета директоров | board | -0,0587 | 0,03 |
| Доля госсобственности | gos | -1,4682 | 0,00 |
| Концентрация собственности в руках трех крупнейших акционеров | maj3 | -0,4588 | 0,07 |
| Доля независимых директоров в совете | ind | -0,0499 | 0,84 (0.017 по данным 2017 года) |
| Диверсификация (кол-во видов деятельности компании) | divers | -0,1848 | 0,05 |
| Индекс физического объема ВВП | gdp | 0,0189 | 0,07 |
| Уровень безработицы | unemp | 0,1152 | 0,01 |
| Индекс ММВБ | mixex | 0,0003 | 0,00 |
| ТЭК | i_1 | 10,8885 | 0,00 |
| Металлургия | i_2 | - | 0,00 |
| Торговля | i_3 | 8,4880 | 0,00 |
| Химическая промышленность | i_4 | 9,9799 | 0,00 |
| Связь и телекоммуникация | i_5 | 8,6173 | 0,00 |
| Горнодобывающая промышленность | i_6 | 9,2811 | 0,00 |
| Энергетика | i_7 | 10,1271 | 0,00 |
| Строительство | i_8 | 8,7951 | 0,00 |

Источник: рассчитано автором на основе данных с официальных сайтов компаний и финансовой отчетности.

В частности, увеличение доли заемных средств негативно влияет на стоимость компании. Это может быть следствием высокой долговой нагрузки на капитал крупнейших российских компаний и свидетельствует о том, что многие из них значительно превышают оптимальный порог доли заемного капитала и дальнейшее его увеличение приводит не к снижению, а к росту средневзвешенной стоимости

капитала.

При этом наращивание долга положительно и значимо влияет на фундаментальную стоимость компаний посредством снижения WACC, что может свидетельствовать о консерватизме инвесторов на российском фондовом рынке – наращивание долга, увеличивая финансовую эффективность, повышает риски неисполнения обязательств, что имеет большее значение при принятии инвестиционных решений.

Что касается экономической прибыли крупнейших российских компаний, то можно отметить гораздо большую чувствительность данного показателя к финансовым драйверам. В частности, такие показатели как рентабельность и оборачиваемость активов, а также прибыль на одного сотрудника оказывают значимое положительное влияние на экономическую прибыль.

Таблица 6 - Результаты эконометрического моделирования экономической прибыли, нормированной на стоимость активов компаний (модель с фиксированными эффектами – оставлены только значимые регрессоры)

| Переменная | Обозначение | Коэффициент регрессии | Pvalue |
|--|-------------|-----------------------|--------|
| Доля долга в капитале | de | 0,0089 | 0,00 |
| Оборачиваемость активов | at | 0,0944 | 0,00 |
| Рентабельность активов | roa | 0,0926 | 0,00 |
| Собственный капитал | ln_cap | -0,0183 | 0,03 |
| Балансовая стоимость | ln_bv | 0,0210 | 0,04 |
| Нематериальные активы | ln_nma | -0,0030 | 0,03 |
| Валовая прибыль на одного сотрудника | ln_trn | 0,0134 | 0,00 |
| Фиктивная переменная – рейтинг корпоративного обучения | dummy_e | -0,0290 | 0,09 |
| Концентрация собственности в руках трех крупнейших акционеров | maj3 | -0,0527 | 0,08 |
| Фиктивная переменная – генеральный директор – член совета директоров | dummy_dir | -0,0163 | 0,08 |
| Диверсификация (кол-во видов деятельности компании) | divers | -0,0041 | 0,06 |
| Уровень инфляции | inf | 0,0019 | 0,00 |
| Уровень безработицы | unemp | -0,0029 | 0,04 |
| ТЭК | i_1 | -0,2240 | 0,04 |

| Переменная | Обозначение | Коэффициент регрессии | Pvalue |
|---------------------------|-------------|-----------------------|--------|
| Металлургия | i_2 | -0,2365 | 0,09 |
| Торговля | i_3 | -0,2416 | 0,07 |
| Химическая промышленность | i_4 | -0,1363 | 0,04 |
| Энергетика | i_7 | -0,2861 | 0,08 |
| Строительство | i_8 | -0,2034 | 0,03 |

Источник: рассчитано автором на основе данных с официальных сайтов компаний и финансовой отчетности.

Что касается факторов интеллектуального капитала, то сложно объяснить выглядит отрицательная зависимость между капитализацией компаний и расходами на НИОКР. Причем этот эффект не исчезает даже в случае использования абсолютных величин расходов на НИОКР. Тем не менее, проанализировав и теоретически осмыслив аналогичные исследования, проведенные западными исследователями, мы можем выдвинуть некоторые предположения, объясняющие данный эффект. В частности, в некоторых эмпирических исследованиях показано, что дополнительные инвестиции в НИОКР могут не увеличивать, а снижать отдачу от интеллектуального капитала, что особенно характерно для традиционных индустриальных и капиталоемких отраслей⁸. В других исследованиях с помощью регрессионного анализа также была показана устойчивая отрицательная взаимосвязь между рыночной капитализацией и расходами на НИОКР⁹. Некоторые исследователи указывают на то, что интеллектуальный капитал отнюдь не является лишь строкой баланса в отчетности компаний, то есть нематериальные активы, отраженные в отчетах, – это только один из компонентов ИК. Лишь инвестиции во все компоненты способны вызвать синергетический и мультипликативный эффект, тогда как переинвестирование в один из компонентов приводит к снижению отдачи от интеллектуального капитала.¹⁰ По нашему мнению, существует некоторая оптимальная величина инвестиций в интеллектуальный капитал, которые характеризуются убывающей

⁸ Cañibano, L. Accounting for Intangibles: A Literature Review / L. Cañibano, M. García-Ayuso, P. Sánchez // Journal of Accounting Literature. – 19 (2000). – P. 102–130.

⁹ Huang, C. The Effects of Economic Value Added and Intellectual Capital on the Market Value of Firms: An Empirical Study / C. Huang, M. C. Wang // International Journal of Management. – 25(4). – 2008. – P. 722–731.

¹⁰ Найденова, Ю. Л. Взаимодействие компонентов интеллектуального капитала в процессе создания стоимости фирмы / Ю. Л. Найденова, М. А. Осколкова // Корпоративные финансы. – 2012. – Выпуск № 4 (24). – С. 100–111.

функцией предельной отдачи на капитал. Из этого можно сделать вывод о необходимости не столько массированных инвестиций в нематериальные активы, сколько увеличения эффективности в использовании всех компонентов интеллектуального капитала. Отчасти данное предположение подтверждается высокой значимостью и положительным влиянием на капитализацию компаний показателя стоимости интеллектуального капитала по методу CIV и общего объема нематериальных активов. CIV оценивает скорее именно дополнительную стоимость, создаваемую за счет способности компании управлять интеллектуальным капиталом лучше, чем это делают другие компании в среднем по отрасли. Таким образом, рынок оценивает всю совокупность действий компании, связанных с менеджментом интеллектуального капитала, а не только инвестиции в определенные компоненты ИК.

Надо отметить, что ни одна переменная интеллектуального капитала не оказалась значимой в модели экономической прибыли, кроме показателя, характеризующего наличие компании в рейтинге корпоративного обучения. Причем рост расходов на обучение персонала оказывает негативное влияние на экономическую прибыль. Таким образом, мы можем предположить, что интеллектуальный капитал играет гораздо меньшую роль в формировании фундаментальной стоимости.

Что касается факторов качества корпоративного управления, то нужно отметить высокую значимость всех переменных этого блока. Так, размер совета директоров негативно влияет на стоимость компании, что может показаться странным с точки зрения агентской теории, так как большие советы директоров должны лучше осуществлять функцию мониторинга действий менеджеров. Но компактный совет директоров способен эффективнее достигать консенсуса при принятии стратегических решений, что делает стратегию компании более гибкой. Исследователи придерживаются мнения, что оптимальный состав совета директоров должен включать 7-8 членов, при этом средний размер совета директоров в крупнейших российских компаниях равен 10, что может свидетельствовать о снижении эффективности в принятии решений¹¹.

¹¹ Jensen, M. The Modern Industrial Revolution, Exit, and the Failure of Internal Control Systems / M. Jensen // The Journal of Finance. – Vol. 48. N 3. – 1993. – P. 831-880.

Также значимое отрицательное влияние на экономическую прибыль имеет фиктивная переменная, равная единице, если генеральный директор также является членом совета директоров. Данная ситуация может вызвать обострение агентских конфликтов и негативно влияет на надзорную функцию совета директоров.

Доля независимых директоров в совете также оказывает положительное влияние на рыночную стоимость компании. Хотя этот эффект оказывается неустойчивым, но наблюдается на данных до 2017 года, и мы считаем необходимым включить данный эффект в выводы, отметив, что он нуждается в дальнейшем исследовании. Таким образом подтверждается важность создания в компании сбалансированной системы корпоративного управления¹² и формирования совета директоров, способного находить компромисс между интересами собственников и менеджеров.

Выявлено отрицательное влияние диверсификации как на экономическую прибыль, так и на капитализацию компаний. Данный результат согласуется с другими исследованиями. В частности, в своих эмпирических исследованиях О. Ламонт¹³, Раджан и др.¹⁴ приводят причины, по которым диверсификация компаний дает скидку к её стоимости на фондовом рынке. В частности, они обращают внимание на низкую рентабельность инвестиций, неспособность распределить средства между наиболее эффективными направлениями бизнеса и обострение агентских конфликтов в высокодиверсифицированных компаниях. Интересно значимое отрицательное влияние доли госсобственности на стоимость крупнейших российских компаний. Хотя существуют противоречивые результаты исследований по этому поводу, можно утверждать, что высокая доля госсобственности в капитале крупнейших российских компаний является скорее негативным сигналом для инвесторов. Это же относится и к показателю, характеризующему концентрацию собственности. Чем большая доля компаний сконцентрирована в руках трех крупнейших акционеров, тем ниже капитализация и экономическая прибыль.

¹² Ивашковская, И. В. Финансовая архитектура компаний. Сравнительные исследования на развитых и развивающихся рынках: Монография / И. В. Ивашковская, А. Н. Степанова, М. С. Кокорева – М. : ИНФРА-М, 2013. – С. 49–50

¹³ Lamont, O. Cash flow and investment: evidence from internal capital markets / O. Lamont // Journal of Finance. – 1997. – N52. – P.83–109.

¹⁴ Rajan, R., The cost of diversity: the diversification discount and inefficient investment / R. Rajan, H. Servaes, L. Zingales // Journal of Finance. – 2000. – P. 45–80.

Что касается макроэкономических показателей, то нужно отметить несколько особенностей. Во-первых, между макрофакторами наблюдается значительная корреляция. Это приводит к интересному выводу о необходимости индивидуального отбора каждой конкретной компанией лишь небольшого числа макроэкономических переменных, позволяющих прогнозировать внешние по отношению к компании риски. Во-вторых, нужно отметить сравнительно невысокую значимость макропоказателей, значительное влияние на капитализацию оказывает только показатель, характеризующий общие настроения инвесторов на российском фондовом рынке – значение индекса ММВБ. Для экономической прибыли наиболее значимым макроэкономическим показателем является уровень инфляции.

5. Разработаны и обоснованы на основе кластерного анализа крупнейших российских компаний рекомендации по повышению стоимости бизнеса, включающие снижение степени диверсификации бизнеса и долговой нагрузки, введение большего числа независимых членов в совет директоров, повышение эффективности управления ключевыми компонентами интеллектуального капитала, способствующие обеспечению устойчивого роста рыночной и фундаментальной стоимости бизнеса.

Для преодоления недостатков аналитического подхода к управлению стоимостью бизнеса компаний целесообразно обратиться к синтетическому методу и рассматривать компанию не как совокупность драйверов стоимости и набор инвестиционных проектов, а как единый социально-экономический комплекс, обладающий потенциалом развития и роста стоимости. Аналитический метод исследования заключается в разложении интегрального показателя стоимости на все более детализированные переменные, в то время как синтетический позволяет рассмотреть стратегию формирования стоимости компании в целом как совокупность стоимости потенциала компании, её опционных характеристик, а также трудноформализуемых нефинансовых факторов. Подходящими методами исследования при применении синтетического подхода к управлению стоимостью бизнеса компаний являются методы анализа многомерных статистических данных, в частности кластерный анализ.

Кластеры характеризуются различными средними показателями. Крупнейшие российские публичные компании устойчиво разбиваются на три кластера по уровню стратегической эффективности. В качестве критерия стратегической эффективности в диссертации принято отношение капитализации к балансовой стоимости компаний (Рисунок 3).

Для того чтобы охарактеризовать стратегии управления стоимостью бизнеса, используемые компаниями из разных кластеров, рассмотрены основные финансовые и нефинансовые показатели компаний из каждой группы, имеющие наибольшую межгрупповую дисперсию.

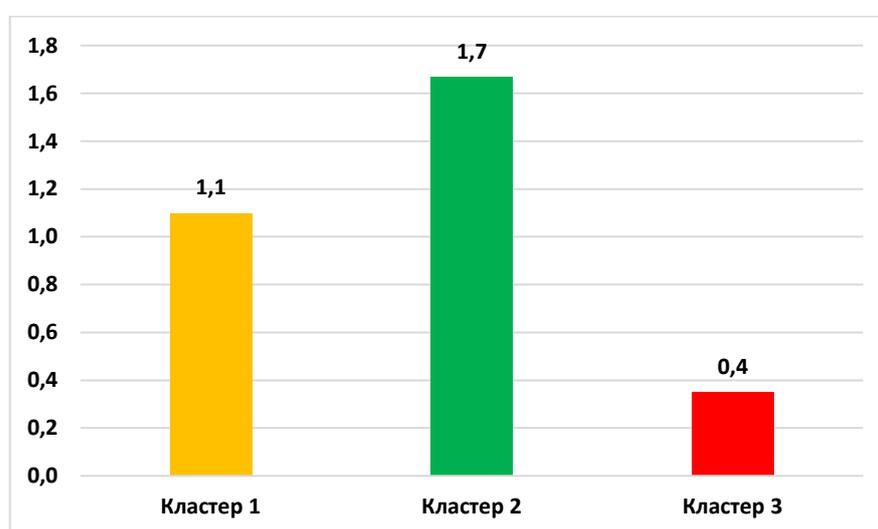


Рисунок 3 – Среднее значение отношения капитализации компании к балансовой цене

Источник: составлено автором

Отметим неэффективное управление ликвидностью в кластере наименее эффективных с точки зрения рынка компаний – их средний коэффициент ликвидности равен 0,4, при том что в кластере наиболее эффективных компаний наблюдался избыток ликвидности.

Недостаток ликвидности приводит к необходимости увеличения долговой нагрузки, таким образом, в группе наименее эффективных компаний отношение долга к стоимости компании составляло в среднем 83%.

Компании также значительно отличаются по показателю рентабельности затрат. В кластере наиболее эффективных компаний РС в среднем был равен 37%, в других группах не более 2%.

Наибольшие значения таких показателей как доля НИОКР в чистой прибыли и доля НМА в активах имеют компании со средней эффективностью, при этом наиболее эффективные компании имеют заметно меньшие значения этих показателей. Это подтверждает вывод о приоритете методов управления компонентами интеллектуального капитала над валовым объемом инвестиций в него в процессе повышения стоимости бизнеса компаний.

Одним из важнейших компонентов стратегии управления стоимостью компании является качество корпоративного управления. Различия между наиболее эффективными и неэффективными компаниями по данным показателям также заметны.

В кластере компаний с наибольшим превышением капитализации над балансовой стоимостью активов независимые директора занимают в среднем 38% мест в совете и это значение больше чем в других кластерах. Выявленные нами группы компаний также значительно отличаются по доле государства в капитале. При этом частные компании более эффективно реализуют стратегию роста стоимости, чем государственные. Значимым показателем также является степень диверсификации бизнеса компании. Наименее эффективные компании имеют значительную степень диверсификации, что по всей видимости является причиной неэффективного инвестирования и обострения агентских конфликтов.

В **заключении** приведены основные выводы и рекомендации по теме диссертации.

III. ПУБЛИКАЦИИ АВТОРА ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

Рецензируемые издания

1. Килинский, М.А. Развитие методологии оценки стоимости бизнеса на основе кластерного анализа российских компаний/М.А.Килинский // Финансовая экономика. – 2019. – № 4. – С. 1041-1044. – 0,4 печ. л.

2. Килинский, М.А. Особенности применения концепции value-based management в условиях российского фондового рынка/Килинский М.А. // Финансовая жизнь. – 2017. – № 2. – С. 60-65. – 0,75 печ. л.

3. Килинский, М.А. Исследование экономической прибыли российских компаний в рамках концепции ценностно-ориентированного менеджмента /М.А.Килинский // Финансовая жизнь. – 2017. – №1. – С. 40-45. – 0,75 печ. л.

4. Килинский, М.А. Исследование особенностей применения методов ценностно-ориентированного менеджмента на российском фондовом рынке/ М.А.Килинский // Аудит и финансовый анализ. – 2017. – № 1. – С. 305-309. – 0,58 печ. л.

5. Килинский, М.А. Способы интеграции нефинансовых факторов в систему ценностно–ориентированного менеджмента/М.А.Килинский // РИСК: Ресурсы, Информация, Снабжение, Конкуренция. – 2017. – № 1. – С. 224 -230. – 0,7 печ.л.

6. Килинский, М.А., Эконометрическое моделирование факторов стоимости российских компаний/М.А.Килинский, В.В.Клевцов // Экономика и предпринимательство. – 2016. – № 3. – Ч. 2. – С. 208-215. – 1,0 печ. л. (авт. – 0,5 печ. л.).

Монографии

7. Килинский, М.А. Актуальные вопросы финансов и кредита: монография/М.А.Килинский, В.В.Клевцов, А.Ю.Замлелый, А.В.Смирнова, В.А.Кустов, Л.В.Наумова; под общ. ред. В.В.Клевцова. – М.: Изд. центр МАПК, 2016. – 244 с. – 10,0 печ. л. (авт. – 1,7 печ. л.)

Другие публикации

8. Килинский, М.А. Выявление и анализ факторов стоимости компаний на российском рынке ценных бумаг [Электронный ресурс]/М.А. Килинский // Материалы Международного молодежного научного форума «ЛОМОНОСОВ-2016» / Отв. ред. И.А.Алешковский, А.В.Андрянов, Е.А.Антипов. – 2016. – Секция 34. – Подсекция 12. – Режим доступа: https://lomonosov-msu.ru/archive/Lomonosov_2016/data/section_34_8624.htm (дата обращения: 23.11.2020) – 0,16 печ. л.

9. Килинский, М.А. Разработка подходов к совершенствованию методов управления стоимостью компании/М.А.Килинский // Вызовы глобального мира. Вестник ИМТП. – 2016. – № 1-2(9-10) – С. 35-40 – 0,6 печ. л.

10. Килинский, М.А. Использование методики «денежный поток под риском» для анализа российской микрофинансовой организации/М.А. Килинский // Вызовы глобального мира. Вестник ИМТП. – 2015. – № 1(5). – С. 20-24 – 0,38 печ. л.

КИЛИНСКИЙ МИХАИЛ АЛЕКСАНДРОВИЧ

Финансовые и нефинансовые детерминанты в оценке стоимости бизнеса

Дана авторская трактовка понятия «оценка стоимости бизнеса компании» и предложена методика определения долгосрочных значений рыночной стоимости российских компаний. Разработана эконометрическая модель формирования акционерной стоимости бизнеса, отличающаяся включением в нее нефинансовых факторов (интеллектуальный капитал, качество корпоративного управления и др.). Выявлены и раскрыты ключевые показатели, воздействующие на экономическую прибыль (уровень долговой нагрузки, рентабельность и оборачиваемость активов) и рыночную стоимость бизнеса (характеристики состава и структуры совета директоров, качество управления интеллектуальным капиталом). Разработаны и обоснованы на основе кластерного анализа крупнейших российских компаний рекомендации по повышению стоимости бизнеса.

MIKHAIL A. KILINSKIY

Financial and non-financial determinants in business valuation.

The author's interpretation of the concept of "assessing company's business value" is given and a method for determining the long-term market value of Russian companies is proposed. An econometric model of the shareholder's value formation of a business has been developed, which is distinguished by the inclusion of non-financial factors (intellectual capital, quality of corporate governance, etc.). Identified and disclosed key indicators affecting residual income (the level of debt, profitability and asset turnover) and the business capitalization (characteristics of the composition and structure of the board of directors, the quality of intellectual capital management). Recommendations for increasing business value were developed and substantiated on the basis of a cluster analysis of the largest Russian companies.