Цой Розалина Александровна. Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления : диссертация... кандидата экономических наук : 08.00.10 Ростов-на-Дону, 2007 172 с. РГБ ОД, 61:07-8/2669

**Содержание к диссертации**

Введение

Глава 1. Современные тенденции развития теории оценки бизнеса и управления стоимостью компании 11

1.1. Роль оценки бизнеса в концепции управления стоимостью компании 11

1.2. Взаимосвязь концепции управления стоимостью и принципов корпоративного управления 37

Глава 2. Анализ влияния системы факторов на формирование рыночной стоимости российских промышленных компаний 58

2.1. Разработка методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости компании с учетом влияния основных факторов стоимости и качества корпоративного управления 58

2.2. Регрессионный анализ разработанных эконометрических моделей рыночной стоимости компаний .... 71

2.3. Отраслевые особенности формирования капитализации российских компаний 83

Глава 3. Направления использования результатов эконометрического моделирования в целях прогнозирования и оценки рыночной стоимости компаний 106

1. Прогнозирование рыночной капитализации компаний на основе разработанных эконометрических моделей 106

2. Использование эконометрических моделей для оценки влияния финансовых факторов и качества корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний 120

Заключение 136

Библиографический список 142

Приложения 161

**Введение к работе**

**Актуальность темы исследования.**Глобальное расширение рынков и рост конкуренции подталкивают компании к анализу факторов, лежащих в основе эффективности их деятельности. Из теории маркетинга известно, что конкурентоспособность любой фирмы зависит от совокупности большого количества финансовых и нефинансовых факторов. Одним из важнейших факторов повышения эффективности и инвестиционной привлекательности на современном этапе выступает качество корпоративного управления компании. Качественное корпоративное управление способствует эффективному использованию компаниями собственного и заемного капитала, а также обеспечению учета корпорацией интересов широкого круга заинтересованных лиц. Для оценки эффективности влияния этого и других факторов на конечные результаты деятельности компании все чаще используют рост её рыночной стоимости.

В рамках концепции управления стоимостью среди важнейших критериев успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривают максимизацию рыночной стоимости предприятия или его отдельных подразделений. Управление с позиций стоимостного подхода хорошо сочетается с основными принципами корпоративного управления: прозрачностью и доступностью информации, подотчетностью менеджмента, повышением благосостояния собственников. Стоимостные методы позволяют создать такую систему материального поощрения сотрудников, которая решает классическую агентскую проблему. Стоимостный подход к управлению требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия (бизнеса) с целью планирования и постановки управленческих задач для ее максимизации.

В связи с этим достаточно актуальными представляются вопросы построения таких методик оценки предприятия, которые бы позволяли, во-

4 первых, согласовывать результаты, полученные в рамках стандартных подходов, во-вторых, учитывать не только финансовые составляющие стоимости, но также и уровень корпоративного управления в компании и, в-третьих, могли бы эффективно использоваться как самостоятельные методы оценки стоимости бизнеса. Этому и посвящена настоящая диссертация.

**Степень разработанности проблемы.**Вопросы теории и практики оценки бизнеса, стратегического управления компанией нашли достаточно широкое применение в работах как отечественных, так и зарубежных ученых. Именно за разработки в этой области были награждены Нобелевской премией Дж. Тобин (1981), Ф. Модильяни (1985), Г. Маркович, М. Миллер и У. Шарп (1990), М. Скоулз и Р. Мертон (1997). Такие зарубежные авторы, как Г. Александр, И. Ансофф, Р. Брейли, Дж. Бэйли, А. Дамодаран, Г. Десмонд, К. Гриффит, Т. Коллер, Т. Коупленд, Р. Каплан, С. Майерс, Дж. Муррин, Д. Нортон, Ш. Пратт, В. Шарп, Дж. Фишмен, К. Уилсон внесли неоценимый вклад в разработку теорий стоимости и определили роль стоимостного подхода как естественного фактора эволюционных процессов в экономической науке.

Вместе с тем работы указанных авторов ориентированы на западный рынок, а накопленный преимущественно за рубежом опыт не всегда может быть применен в современных российских условиях. Особенно остро эти проблемы возникают при учете высокой степени неопределенности прогнозирования в условиях российской экономики, при использовании рыночной информации для целей оценки стоимости, при принятии стратегических решений на основе стоимостного подхода к управлению компанией. Как следствие, необходимо найти способы разрешения специфических проблем рыночной экономики России. Среди исследований российских ученых по данной тематике следует отметить труды Валдайцева СВ., Виленского П.Л., Виханского О.С., Волкова И.М., Герчиковой И.Н., Грязновой А.Г., Данилочкиной Н. Г., Ефремова B.C., Попова С.А., Рутгайзера В.М., Смоляка С.А., Федотовой М. А. и др. Вопросы практического

5 применения управления стоимостью в российских компаниях исследовались в

работах И.А. Егерева, С. Мордашова, Ю.В. Козыря. Указанными авторами

разработаны новые подходы к оценке стоимости компании, определению

критериев принятия стратегических решений, оценке эффективности проектов,

анализу и учету неопределенности при прогнозировании.

Такие российские ученые, как Авдашева С, Аукуционек С, Бандурин А., Бандурин В., Бухвалов А., Беликов И., Васильев Д., Гуриев С, Дементьев В., Долгопятова Т., Журавская Е., Капелюшников Р., Мальгинов Г., Мещеряков Э., Миркин Я., Радыгин А., Симачев Ю., ХраброваИ., Чиркова Е., Чуб Б., Шаститко А., Энтов Р., Яковлев А. и др. занимались вопросами влияния корпоративного управления в российских компаниях на их эффективность. Среди исследовательских центров, активно занимающихся этой проблематикой, следует выделить Государственный университет - Высшую школу экономики, Институт экономических проблем переходного периода, Фонд «Бюро экономического анализа» и Центр экономических и финансовых разработок.

Между тем, предлагаемые российскими учеными решения не охватывают все возникающие в рассматриваемой области проблемы. Например, мало изучены способы адаптации западных методик оценки стоимости компании к условиям российской изменяющейся экономической среды и взаимосвязь различных методов оценки между собой. Открытым остается вопрос влияния на рыночную стоимость компаний качества корпоративного управления. Отмеченные выше пробелы в теории и практике оценки стоимости компании и определили состав исследуемых в настоящей работе проблем.

**Предметом исследования**диссертационной работы являются экономические отношения, возникающие в процессе формирования рыночной стоимости корпораций и опосредующие влияние качества корпоративного управления.

**Объектом исследования**являются процессы формирования рыночной стоимости российских промышленных компаний.

**Цель и задачи исследования.**Целью диссертации является обоснование методов оценки рыночной стоимости российских компаний с учетом влияния качества корпоративного управления.

Для достижения поставленной цели в работе сформулированы основные **задачи:**

1. Раскрыть место оценки бизнеса в системе управления корпорацией.
2. Выявить границы использования концепции управления стоимостью современными российскими компаниями.
3. Исследовать влияние качества корпоративного управления на формирование рыночной стоимости российских промышленных компаний.
4. С помощью эконометрического моделирования разработать методические рекомендации по оценке рыночной стоимости компании, учитывающие качество корпоративного управления и показатели финансовой деятельности, и провести апробацию на примере российских предприятий;

**Теоретико-методологическую основу**диссертации составляют исследования отечественных и зарубежных ученых по теории стоимости капитала, теории оценочной деятельности, теории управления, инвестиционной теории, теории временной стоимости денег.

В процессе исследования в качестве инструментария применялись методы и приемы системного, экономического и статистического анализа, общенаучные методы познания (анализ, синтез, обобщение, логический метод, методы моделирования).

Диссертационная работа выполнена в рамках Паспорта специальности ВАК 08.00.10 - Финансы, денежное обращение и кредит, раздела 7. Оценочная деятельность, п. 7.7. Проблемы формирования рыночной стоимости организаций, функционирующих в различных сферах экономики.

**7 Инструментарно-методический аппарат.**При проведении исследования

использовались такие методы экономического, математического и финансового

анализа, как структурный, группировки и сравнения, функциональный и

коэффициентный, рейтинговый и балансовый, метод корреляционного анализа.

Эконометрическое моделирование, проведенное с использованием

программных продуктов операционной среды Windows ХР Professional:

Microsoft Word и Microsoft Excel, а также специализированных

эконометрических программ Eviews 3.1 и STATA 8.0, позволило установить

количественную оценку влияния основных финансовых показателей, качества

корпоративного управления и макроэкономической среды на величину

рыночной стоимости компаний.

**Информационно-эмпирической базой**диссертационного исследования послужили законодательные и нормативно-правовые акты Российской Федерации, официальные статистические материалы Федеральной службы государственной статистики. Для расчетов использовались данные Центрального банка России, НП «Фондовая биржа РТС», ОАО «Фондовая биржа РТС», ММВБ, ФБ «Санкт-Петербург», базы данных «Эмитент» ЗАО «Система комплексного раскрытия информации» (СКРИН), данные CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления, Национального рейтинга корпоративного управления, присваиваемого агентством «Эксперт РА» совместно с Российским институтом директоров (РИД).

**Рабочая гипотеза.**Авторская гипотеза состоит в совокупности теоретических положений, согласно которым максимизация рыночной капитализации компании может быть достигнута путем управления финансовыми и нефинансовыми факторами стоимости, в том числе качеством корпоративного управления.

**Положения, выносимые на защиту:**

1. Комплексный подход к оценке рыночной стоимости компаний, учитывающий влияние не только финансовых факторов (величина чистых

8 активов, показатели рентабельности и устойчивости), но и нефинансовых

составляющих стоимости (качество корпоративного управления и состояние

фондового рынка), обеспечивает высокую надежность полученных результатов

и возможность мониторинга влияния различных факторов при

прогнозировании величины рыночной стоимости компаний;

1. Применение многофакторных моделей оценки бизнеса для целей управления стоимостью компании, построенных на пошаговом отборе показателей с помощью экономического и корреляционно-регрессионного анализа, позволит учесть различные факторы стоимости, совместить достоинства традиционных подходов и снизить их недостатки;
2. Адаптация теоретико-методических положений современных концепций управления стоимостью к специфическим условиям деятельности российских компаний позволит им сделать качественный шаг в своем развитии, обеспечит их успешное функционирование и высокую конкурентоспособность, поскольку повышение стоимости бизнеса является целью, достижение которой согласуется с интересами различных групп участников корпоративных отношений;
3. Величина рыночной стоимости имеет прямолинейную связь с качеством корпоративного управления, так как наличие системы корпоративного управления высокого уровня позволяет компании повысить свою инвестиционную привлекательность, снижая, таким образом, стоимость привлечения заемных средств.

**Научная новизна диссертационного исследования**состоит в разработке автором комплексного подхода к оценке рыночной стоимости с учетом влияния качества корпоративного управления. Благодаря этому были получены следующие результаты:

1. Обоснована целесообразность разработки и применения синтетических методов оценки бизнеса для целей управления стоимостью компании, поскольку появляется возможность отслеживать стоимость компании в

динамике для оперативного мониторинга эффективности принимаемых решений.

2. Разработаны методические рекомендации по оценке рыночной  
стоимости компаний, заключающиеся в:

способе отбора стоимостеобразующих показателей на базе пошагового экономического и корреляционно-регрессионного анализа, что позволит выявить ключевые для каждой конкретной компании факторы стоимости;

формировании многофакторных регрессионных моделей на базе отобранных показателей, что позволит учесть наиболее существенные факторы, используемые в рамках каждого из трех традиционных подходов, что повысит результативность расчетных оценок;

использовании синтетического метода оценки капитализации компаний, интегрирующего элементы затратного и доходного подходов, в котором учитываются как финансовые факторы (величина чистых активов, рентабельность и устойчивость предприятий), так и нефинансовые (качество корпоративного управления и состояние российского фондового рынка).

1. Выведены коэффициенты регрессионной модели оценки капитализации компаний, учитывающие совместное влияние отраслевой принадлежности и качества корпоративного управления на величину рыночной стоимости, которые позволяют доказать, что в компаниях с равной рейтинговой оценкой корпоративного управления, но различной отраслевой принадлежности, прибавка к величине рыночной стоимости за счет качества корпоративного управления не одинакова.
2. Доказано, что имеется положительная динамика темпов прироста рыночной стоимости компаний за счет качества корпоративного управления на основе определения коэффициентов регрессионной модели оценки капитализации компаний, учитывающих дату присвоения рейтингов корпоративного управления, что позволяет проследить процесс активизации

внедрения стандартов корпоративного управления и сделать вывод о росте влияния этого фактора в формировании капитализации.

**Теоретическая значимость**работы заключается в обосновании необходимости внедрения концепции управления стоимостью в российских компаниях как подхода, положительно влияющего на повышение эффективности работы корпорации, при этом повышение качества корпоративного управления рассматривается как фактор, способствующий росту рыночной стоимости компаний, эффективности принимаемых управленческих решений, а также установлению баланса интересов всех заинтересованных сторон. Теоретические выводы диссертации могут быть использованы в дальнейшей исследовательской деятельности по данной тематике, а также в учебном процессе для студентов экономических специальностей при подготовке учебно-методических пособий и чтении курсов «Оценка бизнеса» и «Корпоративное управление».

**Практическая значимость**заключается в возможности использования полученных результатов:

государственными органами при разработке направлений развития оценочной деятельности и корпоративного законодательства;

различными категориями собственников и менеджеров для принятия решений в области стратегического управления компаниями;

оценочными и инвестиционными компаниями в качестве дополнительного инструмента к традиционным подходам к оценке рыночной стоимости компаний;

рейтинговыми агентствами при проведении процедур присвоения рейтингов в качестве экспресс-метода оценки качества корпоративного управления.

**Логическая структура и объем диссертации**определена целью, задачами и логикой исследования. Диссертационная работа изложена на 172 страницах машинописного текста, включает 14 рисунков и 28 таблиц и 4 приложений, состоит из введения, трех глав, включающих 7 параграфов, заключения, библиографического списка из 206 наименований.

## Роль оценки бизнеса в концепции управления стоимостью компании

По мере развития рыночных отношений в России стали возникать ситуации, в которых становится необходимым использовать технологии оценки бизнеса. В соответствии с Федеральными законами "Об оценочной деятельности", "Об акционерных обществах", "Об обществах с ограниченной ответственностью" и другими законодательными актами во многих ситуациях проведение оценки стоимости бизнеса является обязательным. Бурный рост рынка недвижимости вызвал спрос на оценку ее рыночной стоимости. Оценка бизнеса необходима в рамках финансового анализа компании при выработке стратегии ее развития, при решении вопросов о вторичной эмиссии, слиянии, поглощении и других формах реструктуризации. Обоснование инвестиционных проектов и комплексное решение вопросов о привлечении инвестиций, в том числе западных инвесторов, также невозможно без привлечения услуг оценщиков. Таким образом, круг задач, связанных с оценкой бизнеса, существенно расширился.

Развитие оценочной деятельности в России, попытки внедрения в практику различных методик оценки, разработанных на Западе, показывает, что применение зарубежного опыта в российских условиях не всегда приводит к ожидаемому результату.

Согласно российскому законодательству1 оценщик обязан использовать все три стандартных подхода к оценке, либо обосновать отказ от использования какого-либо из подходов. При полной и достоверной коэффициента. Однако хотелось бы отметить, что присвоение коэффициентов является прерогативой оценщика, т.е. имеют существенную зависимость от его квалифицированности и непредвзятости.

Кроме того, как указывается в [25, с. 77] прямое применение классических методов в России затруднено в силу объективных причин:

1. Неразвитость российского рынка ценных бумаг. В настоящее время котируются акции около 2000 предприятий, из них реально торгуется не более 150.

2. Информационная закрытость. Применение сравнительного подхода затруднительно, поскольку отсутствует адекватная база для сравнения с аналогами.

3. Необходимость внесения большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности.

4. Неопределенность с долгосрочным планированием в российских условиях (как правило, в России планируется деятельность на один год) приводит к сложности в применении доходных способов оценки. В основном используется ретроспективные данные за прошлые периоды.

5. Бухгалтерская оценка активов значительно занижена по сравнению с рыночной. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов и нематериальных активов.

6. Традиционные методы оценки дают «точечный» во времени результат, который не может использоваться для оперативного или стратегического управления предприятием. Ни одна из обязательных для оценки ситуаций не предполагают возможность дальнейшего мониторинга.

Доходный метод наиболее точно отражает стоимость компании как бизнеса, то есть работающего механизма, приносящего прибыль. Однако использование прогнозных данных позволяет усомниться в точности расчетов.

## Разработка методических рекомендаций по оценке рыночной стоимости компании с учетом влияния основных факторов стоимости и качества корпоративного управления

Выбор модели для оценки стоимости компании зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки. Многие авторы указывали на недостатки традиционных методов оценки в российских экономических условиях. Тем не менее, автор считает, что для объективной оценки стоимости бизнеса может использоваться несколько методов. На наш взгляд сочетание метода чистых активов (определяющего базовую стоимость компании как имущественного комплекса) в комбинации с методами на базе показателей экономической прибыли позволит получить оценку стоимости, в наибольшей степени учитывающий все факторы создания стоимости: размер чистых активов, доходность (собственного капитала, инвестиций, совокупных активов), возможные риски и влияние фондового рынка.

При разработке модели оценки рыночной стоимости компании за основу была взята модель EVA, в которой учитывается величина инвестированного капитала, его стоимость и рентабельность. Для выяснения значимости влияния качества корпоративного управления на формирование стоимости компании необходимо, чтобы модель учитывала этот фактор. Кроме того, важен учет фактора влияния макроэкономической ситуации на фондовом рынке.

Данное исследование проводится с целью проверки следующих взаимосвязанных гипотез:

Гипотеза 1. Рыночная стоимость компаний формируется под воздействием ряда факторов, включая качество корпоративного управления, которое влияет на её величину наряду с основными финансовыми характеристиками, размером компании и макроэкономической ситуацией.

Гипотеза 2. Влияние качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании изменяется во времени.

Гипотеза 3. Существуют отраслевые особенности влияния факторов на формирование рыночной стоимости компаний.

Проверка вышеназванных гипотез проводится автором с использованием моделей множественной регрессии для выборки наблюдений за период с 2001 по 2005 годы. В выборку включены компании, удовлетворяющие двум условиям: во-первых, наличие рейтинга корпоративного управления от одного из агентств, во-вторых, имеющих котировку обыкновенных акций на одной из российских площадок (ММВБ, РТС, С-Пб ФБ). Для данного исследования были использованы данные двух рейтингов: Института корпоративного права и управления, т.н. CORE-рейтинга, и Национального рейтинга корпоративного управления, представляемого консорциумом "Эксперт PA-РИД", поскольку именно они имеют наиболее представительную выборку, как по количеству компаний, так и по количеству временных периодов.

Автор, проводя исследование, ставила перед собой задачу разработать такую модель оценки рыночной стоимости компании, которая была бы не только достоверной, но и легко применимой даже для инвестора-непрофессионала, которому доступна лишь ограниченная информация. Поэтому были использованы лишь те показатели, которые могут быть получены и рассчитаны из открытых источников информации. Так, величина чистых активов компании может быть принята в качестве величины всего ранее инвестированного капитала, кроме того, этот показатель можно легко взять из бухгалтерской отчетности.

Из всех фундаментальных финансовых факторов для включения в модель нами были отобраны факторы рентабельности, характеризующей операционную эффективность компании, и устойчивости, как показателя финансовой эффективности компании.

Для учета фактора рентабельности были использованы такие показатели как рентабельность собственного капитала, рентабельность производства и продаж. Предварительный расчет модели показал, что использование показателя рентабельности собственного капитала приводит к проблеме мультиколлинеарности, поскольку размер чистых активов и собственного капитала в большинстве случаев очень близки. Из двух оставшихся показателей рентабельность продаж63 имела более высокий коэффициент корреляции с капитализацией компании, поэтому было решено использовать этот показатель при построении моделей множественной регрессии. Кроме того, данный показатель позволяет учитывать влияние выручки на размер капитализации компаний.

## Прогнозирование рыночной капитализации компаний на основе разработанных эконометрических моделей

По результатам проведенного анализа были определены два направления использования предлагаемой методики оценки рыночной стоимости компаний с учетом фактора влияния качества КУ: для оценки капитализации компаний, планирующих осуществить первичное размещение акций, а также для оценки уровня корпоративного управления в компаниях, не имеющих рейтинга, но акции, которых котируются на фондовом рынке. В данном параграфе будет подробно рассмотрено первое из них.

Выбор модели для оценки стоимости компании зависит от целей, объекта и конкретных условий оценки. Однако в любом случае модель должна соответствовать ряду критериев, и в качестве основных, по мнению автора, можно выделить достоверность и применимость.

В результате проведенного исследования автором была предложена собственная методика оценки рыночной стоимости и на её основе рассчитаны 7 различных вариантов модели множественной регрессии, имеющих достаточно высокую степень аппроксимации. Модель является вполне адекватной с точки зрения достоверности и применимости.

Достоверность модели выражается в её способности отражать сложившиеся тенденции и закономерности влияния исследуемых факторов на рыночную капитализацию компаний. Интерпретация результатов моделирования, описанная подробно во второй главе, позволяет использовать эти факторы в качестве инструмента управления рыночной стоимостью компании.

Применимость модели означает её соответствие следующим требованиям: непротиворечивость, учетная возможность, понятность, прогнозируемость и верифицируемость.

Непротиворечивость. Предложенная модель является видоизмененной классической моделью скорректированной балансовой стоимости собственного капитала. В случае если потребуется оценка некоммерческой компании, развивающейся за счет собственных средств и не имеющей рейтинга КУ, то в этом случае значения соответствующих показателей будут приравнены нулю, и мы получим обычную модель, используемую в рамках затратного подхода, с учетом рыночной доходности.

Учетная возможность и понятность. Основные финансовые показатели, используемые в модели - чистые активы, рентабельность продаж, коэффициент долгосрочного привлечения заемных средств - рассчитываются на основании бухгалтерской отчетности компаний и используются при анализе хозяйственной деятельности предприятий.

Прогнозируемость. Представительная выборка (500 наблюдений по 100 компании) и длительный временной ряд (2001-2005 гг.) позволяют судить о прогнозируемости параметров модели.

Верифицируемость. Все используемые данные являются открытой информацией и могут быть проверены.

Интерпретация результатов. Прежде всего, величина свободного члена варьируется в различных моделях от -1,865 до 0,816. Возможно, отражает влияние на рыночную стоимость компаний недоучтенных факторов.

Коэффициент LNPA отражает влияние собственного капитала компании, вложенного в активы, и показывает уровень эффективности уже осуществленных капиталовложений. Вариация значений этого коэффициента от 0,684089 в модели "Фишки" до 0,876512 в основной модели "CORE-EXPERT" свидетельствуют о том, что каждый рубль, вложенный в чистые активы, дает от 1,98 до 2,40 рублей прироста рыночной стоимости компании.

Коэффициент PROFIT свидетельствует о сложившемся уровне эффективности российских промышленных компаний, их способности создавать прибавочную стоимость. Увеличение рентабельности продаж на 1% может дать прирост капитализации компании в среднем от 1,5% до 2%.

Слагаемое уравнения регрессии FIXLOWN показывает влияние коэффициента долгосрочного привлечения заемных средств (КДПЗС). В исследовании он был интерпретирован как показатель наличия у компании долгосрочных инвестиционных планов, а его величина характеризовала степень доверия кредиторов - чем ближе к единице, тем выше степень доверия. Прирост этого показателя на 1% также может привести к увеличению капитализации от 0,7% до 1,5%.

Зависимость капитализации от уровня корпоративного управления выражается в величине коэффициента RCG. Прирост рыночной стоимости компании при повышении рейтинга на единицу в период 2001-2005 гг. в среднем составляет 14,5%.

На взгляд автора, введение в модель оценки рыночной стоимости компании фактора, учитывающего качество корпоративного управления, позволяет максимально учесть отношение инвесторов к компании. Однако это придает некоторую специфичность модели. Поэтому предлагается провести апробацию результатов моделирования на примере прогноза рыночной стоимости компаний, проводящих первоначальное публичное размещение акций (Initial Public Offering, IPO).