

УДК 330(075.8)
JEL E 63 F 63
DOI 10.25205/2542-0429-2017-17-3-85-99

А. А. Перфильев, Л. П. Буфетова, К. С. Вировец, О. В. Гуслистова

*Новосибирский государственный университет
ул. Пирогова, 1, Новосибирск, 630090, Россия*

*aperf@ngs.ru, lidabuf@gmail.com
kristi.prof@mail.ru, oguslistova@gmail.com*

РАЗВИТИЕ ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ

Оценке стоимости компании посвящено большое количество исследований (683, по оценке Econlit, на конец 2015 г.), в которых основной упор авторы делают на определение и оценку денежных потоков и коэффициентов дисконтирования, учет факторов риска и влияния управленческого капитала. Однако значительно меньше внимания уделяется влиянию на стоимость компании управленческих решений основных стейкхолдеров, проявлению агентских конфликтов и необходимости компании своевременно реагировать на динамичное изменение окружающей среды. Поэтому обоснование важности и необходимости учета в оценке стоимости компании отмеченных явлений составляет основную задачу данной статьи, что рассматривается авторами как развитие подхода к оценке стоимости компании.

Ключевые слова: стейкхолдеры, оценка стоимости компании с учетом управленческих решений, известная неопределенность.

Введение

Проблема определения стоимости компании является одной из центральных в финансовой теории. В капиталистической системе капитал является самым важным элементом, определяющим базовую модель экономики. Потребительная стоимость капитала как товара, состоит в его способности генерировать владельцу поток платежей, меновая стоимость определяется оценкой генерируемого денежного потока.

Вначале владельцем капитала становился тот, кто имел определенную сумму денег, предпринимательский и управленческий талант. В теории стоимости величина реального капитала совпадала со стоимостью авансированного капитала. Межотраслевая конкуренция выравнивала рентабельность капитала, в результате складывались равновесные цены.

С появлением финансового капитала картина взаимодействия участников рынка изменилась. Реальный капитал создавал прибыль, финансовый ее перераспределял. Стоимость финансового капитала, представленного в основном банковскими финансовыми инструментами и правительственными обязательствами, определялась процентными ставками. Финансовый рынок и рынки реального капитала существовали относительно независимо, специфические механизмы на рынках формировали их цены.

Развитие публичных компаний и секьюризация финансовых активов обеспечили интеграцию рынка реальных и финансовых капиталов и создание общего рынка финансовых активов, что привело к возникновению новых механизмов ценообразования на этом рынке. Поскольку реальный капитал теперь предстает в форме акций, доступных каждому инвестору, и для него является просто одним из видов финансовых активов, то меняется представление

Перфильев А. А., Буфетова Л. П., Вировец К. С., Гуслистова О. В. Развитие подхода к оценке стоимости компании // Мир экономики и управления. 2017. Т. 17, № 3. С. 85–99.

о факторах, влияющих на ценообразование компании. Теперь ответ на вопрос, сколько стоит компания, необходимо искать в теории инвестирования, предполагающей, что инвестор, принимая инвестиционные решения, использует критерии риска и доходности инвестиционных портфелей ¹.

Если в теории инвестирования проблема стоимости капитала является важной, то в теории корпоративных финансов она одна из центральных, ибо представляет собой ось взаимоотношений основных стейкхолдеров и определяет эффективность производства. При этом стоимость компании способна менять свою форму и превращаться из экономической категории в объект, предмет и средство управления. Поэтому понятно наличие большого количества работ, рассматривающих стоимость компании в различных контекстах с учетом разнообразных факторов ² [1–4].

Анализ публикаций в базе EconLit показал [5], что наибольшее количество работ, связанных с оценкой стоимости компании, относится к области финансов корпораций и сосредоточены на оценке компаний ключевых отраслей экономики (индустрия, транспорт). В них значительное внимание уделяется методам управления стоимостью компаний, но мало – учету неопределенности, рисков и агентских конфликтов (см. таблицу).

Сравнительный анализ публикаций

JEL code	Период анализа, год		Прирост публикаций		Name of JEL Macro Category
	1991–2005	2006–2015	шт.	раз	
G	104	352	248	3,4	Financial Economics
G3	71	240	169	3,4	Corporate Finance and Governance
G1	23	76	53	3,3	General Financial Markets
G2	10	35	25	3,5	Financial Institutions and Services
L	11	90	79	8,2	Industrial Organization
L2	4	60	56	15,0	Firm Objectives, Organization, and Behavior
L6	2	10	8	5,0	Industry Studies: Manufacturing
L9	1	9	8	9,0	Industry Studies: Transportation and Utilities
D	7	47	40	6,7	Microeconomics
D2	3	23	20	7,7	Production and Organizations
D9	1	10	9	10,0	Intertemporal Choice
D8	3	8	5	2,7	Information, Knowledge, and Uncertainty
M	13	43	30	3,3	Business Administration and Business Economics • Marketing • Accounting
M4	6	23	17	3,8	Accounting and Auditing
M1	6	14	8	2,3	Business Administration
O	7	41	34	5,9	Economic Development, Technological Change, and Growth
O1	2	28	26	14,0	Economic Development
O3	5	12	7	2,4	Technological Change • Research and Development • Intellectual Property Rights

¹ Эти критерии в финансовой теории формализуются в форме кривых безразличия, построенных на основании функций рискового предпочтения или функций ожидаемой полезности и позволяют определить ожидаемую доходность от цены, которую инвестор согласен заплатить за акцию.

² Например, стоимость компании в ситуации покупки контрольного пакета с целью контроля над бизнесом, учитывает интегральный эффект в общий инвестиционный потенциал покупателя, стоимость компании как объекта залога основывается на пессимистической оценке будущего развития или стоимости имущественного комплекса и т.п.

Однако в последнее время появились работы (раздел D8), в которых рассматриваются вопросы неопределенности, риска и поведения ключевых стейкхолдеров. Это подчеркивает своевременность и актуальность дальнейшего развития методов оценки стоимости компании.

Обозначим исходные посылы нашего анализа относительно субъектов, принимающих решения в компании: важные решения принимают два основных типа стейкхолдеров корпорации – акционеры и агенты. Мажоритарные акционеры принимают стратегические решения о финансовой и инвестиционной политике и ожидают рост стоимости компании. Миноритарные акционеры принимают решения о покупке (продаже) своих акций, исходя из их роли в диверсифицированном инвестиционном портфеле. Агенты не проявляют оппортунистических качеств и заинтересованы в росте стоимости компании как факторе роста их личного благосостояния через систему бонусов. Все стейкхолдеры демонстрируют рациональность своих стратегий, которые основаны на концепции приемлемого риска и приемлемом сочетании риска и доходности.

Подходы к оценке стоимости капитала

Классическая портфельная теория имеет дело с инвестором, формирующим свой портфель, а доходность акции рассматривает как случайную величину, распределение которой близко к нормальному или логнормальному распределению. Следовательно, будущая цена также является случайной величиной, ее динамика зависит исключительно от параметров распределения, построенного по историческим данным. Если в классическом подходе Марковица цена определяется исходя из собственной прошлой волатильности, то в модели САРМ основным ценовым драйвером уже является неопределенность всего рынка, представленная в систематическом риске.

В арбитражной теории набор факторов, влияющих на цену через доходность, расширяется до значимых макроэкономических параметров. В этом случае движение цены можно описать с помощью процесса Винера и его модификаций. Замечание ученых о том, что рынкам свойственна определенная память, не охватываемая случайными процессами, привело к развитию фрактального подхода в описании ценовых трендов, но качественно не повлияло на понимание стоимости компании.

Таким образом, *стоимость капитала в портфельной теории рассматривается как стоимость отдельного финансового актива, входящего в портфель, и определяется, исходя из его вклада в доходность всего портфеля. В частности, учитывается уровень систематического риска (через коэффициент β) и ковариация с другими активами.*

Далее, портфельная теория предполагает, что в цене акции не должны учитываться особенности бизнес-модели компании, а только реакция результатов деятельности на общерыночную динамику. Неявным считается, что все участники рынка следуют лучшим и рациональным поведенческим практикам и их результаты соответствуют сложившимся закономерностям. Тогда важнейшим фактором, влияющим на цену капитальных активов, является безрисковая доходность, которая, в свою очередь, определяется доходом безрисковых активов, в качестве которых выступают высоконадежные государственные облигации. Доходность этих облигаций близка к показателю «стоимость денег». Поскольку стоимость капитала определяется доходностью и ставками денежного рынка, то для инвестора акции мало чем отличаются от других финансовых активов.

Таким образом, в глазах портфельного инвестора стоимость акций публичной компании имеет тренд к росту в зависимости от уровня систематического риска, совершает случайные колебания, связанные с рыночными возмущениями, и в среднем не зависит от усилий менеджмента компании. Следовательно, для портфельного инвестора стоимость компании – некоторый финансовый актив, способный приносить случайный доход.

Портфельная теория не может ответить на многие вопросы, связанные со стоимостью компании. В частности, она не учитывает влияние менеджмента и других стейкхолдеров на деятельность компании и будущую доходность. Ибо собственники компании определяют ее инвестиционные и финансовые решения (структуру капитала), уровень прибыльности капитала, деловой и финансовый риск.

Использование методов дисконтирования денежных потоков

В современной экономике, где большое значение имеет не размер инвестированного капитала, а умение управлять бизнесом, существенное влияние на стоимость компании оказывают действия агентов и агентских контрактов. Это влияние можно учесть в теории дисконтирования денежных потоков.

Полагают, что в публичной компании инвесторы располагают достаточной информацией для создания представления о денежных потоках на ближайшие несколько лет (настолько, насколько простираются стратегические решения, принятые в данной компании). Остальные денежные потоки предлагается оценивать, полагая, что менеджмент и ключевые акционеры следуют самым лучшим управленческим практикам [1; 3; 4].

Как правило, при оценке стоимости компании методом DCF речь идет о свободных денежных потоках разных групп инвесторов. Мажоритарные акционеры могут влиять на денежные потоки, миноритарные нет. Одновременно при использовании метода DCF предполагается, что менеджмент компании проявляет лояльность к акционерам, заинтересованным в росте стоимости компании.

Если акционер может оценить денежные потоки от операционной деятельности компании, он может оценить стоимость компании следующим образом:

$$EV_0 = E_0 + D_0 = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{FCFF_i}{\prod_{j=1}^i (1 + WACC_j)},$$

$$WACC_j = \frac{E_{j-1}}{E_{j-1} + D_{j-1}} r_{e,i} + \frac{D_{j-1}}{E_{j-1} + D_{j-1}} (1 - \tau_i) r_{dj},$$

где

EV_0 – стоимость компании,

E_0 – стоимость собственного капитала,

D_0 – стоимость краткосрочного и долгосрочного долга,

$FCFF_i$ – операционный денежный поток без учета заемного финансирования и после выплаты налогов,

$WACC_j$ – средневзвешенная стоимость капитала,

$r_{e,i}$ – стоимость собственного капитала,

r_{dj} – стоимость заемного капитала,

τ_i – ставка налога.

В общем виде под денежным потоком подразумевается:

$$FCFF_i = NOPLAT_i - \Delta WC_i - I_i,$$

где

$NOPLAT_i$ – чистая операционная прибыль,

ΔWC_i – увеличение оборотного капитала,

I_i – чистые капитальные затраты.

При таком представлении $FCFF_i$ – операционный денежный поток без учета заемного финансирования и за вычетом налогов. Путем преобразований стоимость компании можно представить в виде

$$V_1 = \sum_{i=1}^N \frac{FCFF_i}{(1+R)^i} = \sum_{i=1}^N \frac{R_i \cdot EBITM_i (1-\tau) - I_i}{(1+R)^i} + \sum_{i=1}^N \frac{\frac{R_i}{T_i} (APT_i - CAT_i) - \frac{R_{i-1}}{T_{i-1}} (APT_{i-1} - CAT_{i-1})}{(1+R)^i},$$

где

R – ставка дисконтирования,

$EBITM_i$ – операционная рентабельность,

APT_i – оборачиваемость кредиторской задолженности в днях,

CAT_i – оборачиваемость оборотных активов,

T_i – длительность года в днях,

R_i – выручка.

Данный подход учитывает только потоки от операционной деятельности, но не учитывает его остальные составляющие.

Операция дисконтирования для оценки стоимости компании применяется и в финансовой теории, полагающей, что большинство акционеров не занимается оценкой денежных потоков компании, а оценивает поток дивидендов на акции. Полагают, что так поступают миноритарные акционеры.

Для определения стоимости компании через дисконтирование дивидендов используют следующее соотношение [6]:

$$Price = \frac{Div_1}{(1+R)^1} + \frac{Div_2}{(1+R)^2} + \dots + \frac{Div_n}{(1+R)^n} = \sum_{t=1}^n Div \frac{(1+g)^t}{(1+R)^t},$$

где

$Price$ – стоимость акционерного капитала,

Div_1 – дивиденды, выплаченные в периоде,

R – ставка дисконтирования,

g – темп роста дивидендов.

С учетом дивидендных выплат стоимость компании определяется как

$$V_1 = \sum_{t=1}^n FCF \cdot \frac{(1+g)^t}{(1+R)^t},$$

где FCF – свободный денежный поток.

Если акционеры обращают внимание на дивиденды, то для менеджмента и ключевых акционеров важно конструирование свободных денежных потоков, так чтобы получить максимально возможную стоимость компании. В таком случае рыночная оценка компании будет отличаться от ее реального инвестиционного потенциала. Этот эффект нам кажется настолько важным, что мы полагаем полезным осветить результаты исследований в области создания эффективной дивидендной политики.

Дивидендная политика и стоимость компании

Более чем полвека назад эмпирически было доказано, что не существует зависимости между стоимостью компании и дивидендной политикой, что до сих пор остается спорным в корпоративных финансах [7–9].

Так, Миллер и Модильяни (1961) показали, что компания, выбрав уровень инвестиций и используя при необходимости внешние источники финансирования, может выплачивать любое разумное количество дивидендов. Позже был введен термин «принцип разделения» (Фама, Миллер, 1972), согласно которому дивидендная политика не должна влиять на инвестиционные решения. Но ряд экономистов опровергли эту гипотезу, доказав обратное (Драймс и Курц; 1967, Хиггинс, 1972).

Некоторые исследователи в изучении дивидендной политики исходили из асимметрии информации, ограничивающей доступ компаний к внешнему финансированию, что означает появление конкуренции между двумя направлениями использования внутренних ресурсов: инвестициями и дивидендами. Учитывая, что компании не склонны снижать дивиденды (Линтнер, 1956), выплата дивидендов может вынуждать компании отказываться от выгодных инвестиционных проектов (Брав, Грехем, Микаели, Харви, 2005).

Из проблемы асимметрии информации вытекают две важные дивидендные гипотезы. Согласно первой, внутренняя информация о компании доводится до участников рынка через сигналы, в роли которых выступают изменения в дивидендном доходе: будет текущий рост прибыли устойчивым или нет (Баттачария, 1979; Джон и Уильямс, 1985; Миллер и Рок, 1985). Вторая – агентская гипотеза основывается на конфликте интересов собственников

и менеджеров компании. Дивидендные выплаты, решающие проблему излишнего финансирования, ограничивают менеджеров в денежных потоках для инвестирования и вынуждают использовать внешние источники финансирования (Истербрук, 1984; Дженсен, 1986).

Исследование Рамалингеовда, Ванга и Ю (2013) посвящено роли финансовой отчетности в смягчении ограничивающего эффекта дивидендной политики на инвестиционные решения компании и доказывает, что дивиденды отрицательно влияют на уровень инвестиций.

Следовательно, даже если компания не придерживается какой-то определенной дивидендной политики, денежные потоки, используемые для оценки инвесторами стоимости компании в условиях неполной информации, приводят к оценке, которая отличается от достоверной. Есть еще один фактор, который необходимо учитывать в стоимости компании – это риск.

Учет ставки дисконтирования с поправкой на риск

Традиционно, когда речь идет об учете риска компании, в качестве рисконесущих факторов рассматривают некоторые внешние события, влияющие на ее деятельность. Опираясь на модель оценки доходности капитальных активов (САРМ), можно определить ожидаемую доходность рискованного финансового актива как

$$r_A = r_{RF} + \beta_A (r_m - r_{RF}),$$

где r_{RF} – безрисковая ставка, β_A – бета актива, r_m – рыночная доходность.

Модель арбитражного ценообразования и многофакторная модель являются продолжением САРМ. В этом случае безрисковая ставка остается без изменения, но премии за риск для каждого фактора придется оценить.

Вместо того чтобы добавить в коэффициент дисконтирования премию за риск, связанную с неопределенностью денежных потоков, можно изменить сами денежные потоки³ и дисконтировать их безрисковой ставкой.

Некоторые виды рисков трудно учесть в ожидаемых денежных потоках, но удобно это сделать после того, как итоговая стоимость инвестиций с учетом других рисков уже получена. Среди таких рисков отметим риск ликвидности, риск контроля деятельности компании и синергии [2]. Рациональное поведение ключевых стейкхолдеров в приведенных соотношениях никак не формализовано.

Следует отметить, что снижение денежного потока, например, два или три года подряд, не приведет ни к каким мероприятиям по изменению политики компании. Менеджмент компании в наших соотношениях *пассивно реагирует* на проявление негативных изменений, вернее, его влияние на управление рисками не учитывается.

Важность учета управленческих решений в стоимости компании

Управленческие решения в корпорации принимают два вида субъектов: мажоритарные акционеры и агенты. Первые принимают стратегические решения о капитальных вложениях компании и способах инвестирования активов, т. е. *определяют инвестиционную и финансовую стратегию* компании, которая влияет на будущую рентабельность капитала компании. *Агент реализует эту стратегию в рамках операционных решений*, используя лучшие способы организации бизнеса и управляя активами таким образом, чтобы компания получала максимальную прибыль. Одновременно своим поведением агент демонстрирует благополучие компании, поскольку она находится в надежных руках.

Важность учета управленческих решений при оценке стоимости компании отмечается во многих научных публикациях. При этом важно понимать, что такие оценки проводятся в ситуации информационной асимметрии, и цена, которая будет считаться рыночной, не будет соответствовать ожиданиям участников рынка, обладающим неполной информацией. Речь идет о том, что наибольшим объемом информации о компании обладают агенты, не-

³ Получаем риск-нейтральные денежные потоки.

сколько меньшим – ключевые акционеры и их представители в Совете Директоров и еще меньшим – остальные участники рынка.

В ситуации информационной асимметрии и контроля над информационными каналами со стороны агентов и Совета Директоров, представления о денежных потоках разных субъектов оценки стоимости компании могут сильно отличаться. Понимая это, ключевые стейкхолдеры будут выбирать такие управленческие решения, которые приведут к наиболее высокой рыночной оценке компании.

Вместе с тем, ориентируясь на реакцию рынка, стейкхолдеры заинтересованы не столько в информировании рынка о реальном состоянии дел, сколько в том, чтобы создать нужную «картинку». Так, если рынок оценивает стоимость акций, ориентируясь на выплату дивидендов, компания может платить стабильные дивиденды, используя для финансирования роста дополнительную эмиссию. В ситуации падения прибыли компания с согласия ключевых акционеров может увеличивать финансовый рычаг и скупать на рынке часть собственных акций и выравнивать поток дивидендов.

Однако асимметрия информации о денежных потоках среди стейкхолдеров – это не самая важная проблема. Более важна информация о риске и его учете при определении стоимости компании. Поясним это на известной задаче о лотерее. Если Вам предлагают заплатить за лотерею, в которой Вы с вероятностью 0,5 выиграете 1 000 руб. и с такой же вероятностью выиграете 100 000 руб., какую цену Вы сочтете справедливой? Ответ зависит от Вашего отношения к риску. Цена лотереи – это детерминированный эквивалент, который Вы считаете справедливой платой за рисковую ситуацию. Цена акции – тоже плата за право получать вероятностные денежные потоки, и ее значение может отличаться у отдельных инвесторов. В теории инвестирования в таком случае говорят, что рынок оценивает или переоценивает акции. Поскольку считается, что информация постепенно распространяется среди участников, цены акций будут выравниваться в сторону более справедливой оценки.

Неопределенность будущих значений экономических параметров приводит к возникновению многих рисков. Самые простые – это внешние риски, которые можно учесть или которыми можно управлять согласно теории риск-менеджмента. Сложнее риски, связанные с манипулированием данными в интересах ключевых акционеров и агентов. Такие риски могут проявиться при снижении финансовой устойчивости компании, потери от них могут проявляться как принятием необоснованно опасных решений с целью выбраться из зоны проблем, так и попыткой «вывести» надежные активы из-под контроля компании. Самые сложные – риски оппортунистического поведения агента, известные как агентский конфликт.

Последние два класса рисков являются объектом исследования теории управления корпоративными рисками. В ней важная роль отводится агенту: какие бы задачи перед компанией ни ставили акционеры, их реализацией занимается агент, обладающий определенной свободой в выборе управленческих решений и, соответственно, в инициировании или снижении определенных рисков.

Поэтому для оценки стоимости компании необходимо учитывать управленческие решения стейкхолдеров, направленные как на рост стоимости компании, так и на сохранение своего состояния, но в ущерб остальным заинтересованным лицам.

Учет управленческих рисков в стоимости компании

Риски, связанные с деятельностью корпорации следует рассматривать в рамках системы, элементами которой являются фондовые активы и потоки компании, с одной стороны, и ключевые стейкхолдеры – с другой [1; 10; 11]. Их взаимодействие представлено на рис. 1.

Так, в теории финансов механизм влияния ключевых стейкхолдеров на состояние компании описывается следующим образом:

- ключевые акционеры⁴ выбирают сферу применения капитала, инвестиционную стратегию, определяющую структуру и размер основного капитала, точку безубыточности, что

⁴ Под ключевыми акционерами понимаются акционеры, которые непосредственно или через своих представителей могут влиять на принятие важнейших решений компании. Для корпораций с размытой структурой собственности этот термин охватывает активных акционеров, своими действиями (коллективными) влияющих на важные решения.

формирует будущую операционную стратегию, включающую затраты на производство, продвижение на рынке;

- ключевые акционеры принимают решения о способе финансирования активов компании за счет собственных и заемных средств;
- ключевые акционеры для управления активами в интересах акционеров выбирают своего агента и стимулируют его лояльное поведение контрактом;
- агент управляет активами компании таким образом, чтобы обеспечить ее прибыльность и позволить ее акционерам получить желаемую рыночную стоимость капитала компании.

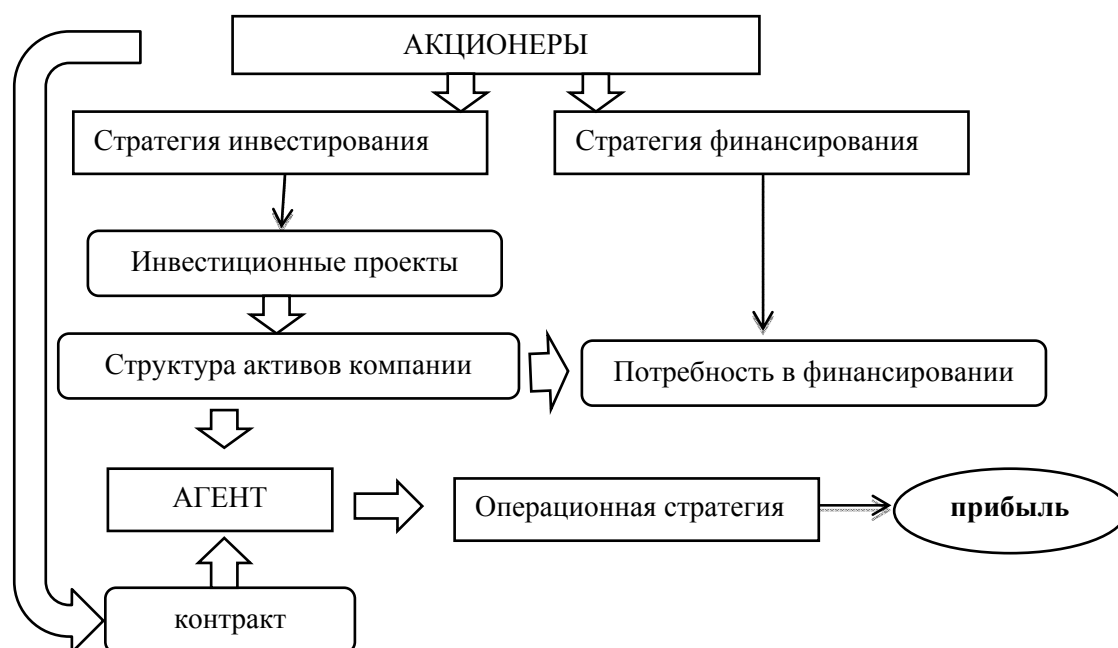


Рис. 1. Схема взаимодействия ключевых стейкхолдеров

Деятельность стейкхолдеров влияет на подверженность компании рискам, которые для акционеров трансформируются в бизнес-риски и финансовые риски. Так, ключевые акционеры определяют инвестиционные решения, которые влияют на подверженность компании бизнес-рискам, и структуру финансирования, влияющую на подверженность компании финансовому риску. Действия агента связывают с влиянием как на бизнес-риск, так и на финансовый риск⁵ (рис. 2).

В теории корпоративных финансов эффективность инвестиционных решений определяется доходностью инвестиций⁶ (ROA) и уровнем бизнес-риска, который в приближении оценивается *среднеквадратическим отклонением рентабельности активов* (r_{ROA}). Эффективность решений о способе финансирования активов компании определяется эффектом финансового рычага и оценивается через доходность капитала (ROE), а финансовый риск оценивается *среднеквадратическим отклонением рентабельности собственного капитала* (σ_{ROE}).

⁵ Влияние агента на финансовый риск происходит из-за роста риска ликвидности и платежеспособности, которые он инициирует деятельностью по управлению активами (например, недостаточными запасами, чрезмерными товарными кредитами и т.п.)

⁶ Это самая простая и достаточно упрощенная формула, за более корректными постановками можно обратиться к учебникам по финансовым корпорациям

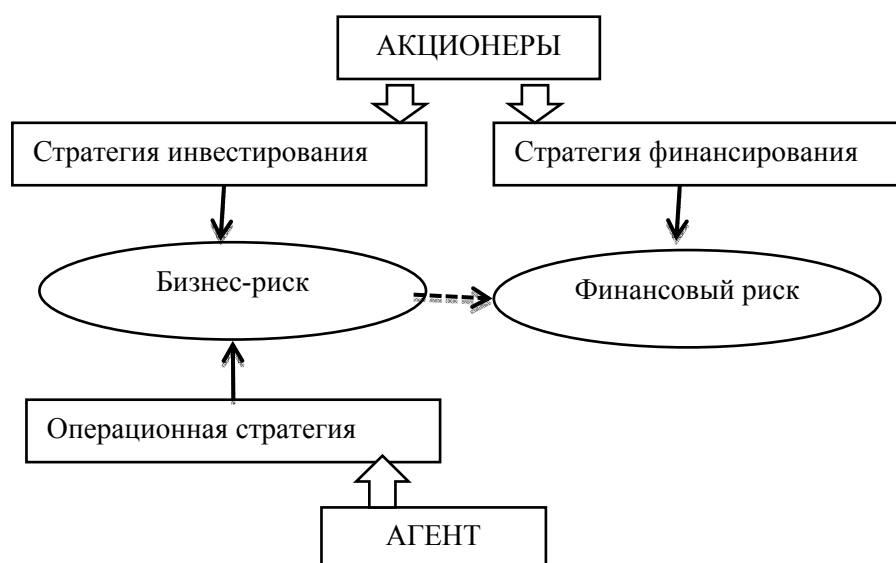


Рис. 2. Схема влияния ключевых стейкхолдеров на риски компании

Выделение бизнес- и финансовых рисков связывает риски компании с их инициаторами. Это позволяет формализовать задачу управления рисками, но оставляет неясными некоторые моменты. В частности, при оценке бизнес-рисков неявно предполагается, что акционеры оценивают эти риски через дисконтирование чистой прибыли, не учитывая портфельные эффекты⁷.

Теоретически, акционеры, как инвесторы, имеют представление о необходимой доходности и приемлемом уровне риска. Тогда, если в результате выбора управленческих решений риск остается высоким, его можно снизить, однако это потребует определенных затрат [6]. И тут необходимо упомянуть следующее обстоятельство.

Ряд исследователей (А. Дамодаран, М. Круи, Д. Галай, Р. Марк) [3; 6], обращают внимание на противоречие в теории управления рисками. Согласно теории, управлять рисками не нужно. Так, в известном М&М-анализе (Ф. Модильяни и М. Миллер, 1958) доказывается, что ценность компании нельзя изменить посредством лишь финансовых операций. М&М-анализ базируется на важном допущении о том, что рынок капитала является *совершенным рынком*: его участники не несут операционных издержек в виде комиссий, затрат по контрактам, на покупку информации или уплату налогов. При таком допущении М&М-анализ утверждает: что бы ни делала компания на финансовых рынках, отдельный инвестор компании также может произвести операции на тех же условиях.

Эта цепочка рассуждений используется в концепции ценообразования активов (У. Шарп, 1964), которая служит основой современной финансовой теории и практики в модели ценообразования долгосрочных активов, модели оценки доходности финансовых активов. Шарп установил, что в мире совершенных рынков капитала компании не должны беспокоиться о нефакторных (специфических) рисках, а должны основывать инвестиционные решения только на тех рисках, с которыми обычно сталкиваются все компании, — систематическими. Причина в том, что все специфические риски диверсифицируются в портфелях инвесторов, и при допущении о совершенных рынках капитала такая диверсификация ничего не стоит. Следовательно, компаниям нет необходимости снижать уровни рисков, этим могут зани-

⁷ Отметим, что действия ключевых стейкхолдеров не увеличивают риск компании непосредственно, они влияют на подверженность компании риску, хотя в конечном счете результатом является более высокий риск. Тем не менее, такая оговорка крайне важна.

матся отдельные инвесторы без каких-либо негативных эффектов (вызываемых, например, эффектом масштаба).

Противники активного корпоративного риск-менеджмента часто аргументируют свою позицию тем, что хеджирование – это игра с нулевой суммой, которая не увеличивает доходы или денежные потоки. Такая аргументация полностью основана на допущении о совершенном рынке капитала, где стоимость производных инструментов полностью отражает характеристики рисков. Следовательно, использование таких инструментов не может на длительный срок повысить ценность компании. Сторонники управления корпоративным риском обращаются к позиции инвестора, для которого меньший риск все же подразумевает большую надежность инвестиций, что скажется на цене акций.

Так или иначе, но дискуссия о том, как и какими рисками нужно управлять и каким образом на это отреагируют финансовые инструменты, не окончена (что не упрощает задачу оценки стоимости капитала с учетом управленческих решений и рисков) и полезна прежде всего ключевым стейкхолдерам для определения стоимости денежных потоков, которые будет генерировать компания.

Следует обратить внимание еще на один аспект оценки стоимости компании. Чтобы потенциальный инвестор мог учесть в своих оценках управленческие усилия ключевых стейкхолдеров, последние должны информировать участников рынка о потенциале компании и о своей управленческой грамотности. Таким образом, оценка стоимости компании во многом зависит от того, поверит рынок в корпоративную информацию⁸ или нет. Неслучайно многие инвесторы предпочитают довериться рейтинговым агентствам, т. е. тем, кто умеет видеть правду сквозь радужные отчеты, таблицы и графики. Рейтинговое агентство способно присвоить рейтинг эмитенту акций, позволяющий оценивать эффективность будущих вложений этих акций с большей надеждой на доходы.

Отсылка инвестора к рейтинговым оценкам не снимает с повестки наличие самой проблемы учета управленческих решений и рисков в стоимости компаний, а наоборот, подчеркивает их важность и необходимость продолжения исследований.

Риск и неопределенность в стоимости компании

Уместно отметить еще одно обстоятельство, влияющее на стоимость компании: в современной теории управления рисками часто не уделяют внимание тому, что серьезно влияет на риск, но по форме с риском не связано. Речь идет о неопределенности и проблеме ее неполного учета и частичного игнорирования.

Признается, что риск связан с неопределенностью, но эта связь в теории управления рисками интерпретируется по-разному. Наиболее популярным является понимание риска как неопределенности, которую можно оценить количественно, и риском можно управлять. А в остальном неопределенность трактуется как источник возможного ущерба, который следует минимизировать разными способами. В теории игр известны методы Лапласа, Вальда, Сэвиджа, Гурвица, которые позволяют игрокам выбрать стратегию получения максимума преимуществ при любом ходе неантагонистического соперника.

В теории менеджмента для разработки эффективных управленческих решений выделяют три уровня неопределенности: известная, неизвестная и непознаваемая. Когда известно, что какие-то события могут произойти или не произойти, то говорят об известной неопределенности (например, возврат кредита). Если не знаем о событиях, которые могут произойти, но можем их смоделировать, то говорят о неизвестной неопределенности (например, разработка нового продукта или технологии). Известная и неизвестная неопределенности исчезают с течением времени. Непознаваемые события несут неопределенность, которая не может измениться с течением времени, событий или действий (например, время следующего цунами, землетрясения или акта терроризма). Возникновение такого события делает неопределенность решенной, но она не исчезает, возможно повторение событий.

⁸ Истории компаний «Enron» и «Parmalat» показывают, что вера может сослужить и плохую службу.

В условиях постоянных изменений в продуктах, технологиях, методах управления возрастает неопределенность внешней среды отдельной компании. Речь идет о неизвестной неопределенности. В качестве наиболее рациональной стратегии учета такой неопределенности предлагается создавать *механизмы адаптации компании* к новым условиям хозяйствования. Например, в телекоммуникационной отрасли основная установка перепродавцов услуг – приспособление. Ритейлеры покупают и перепродают продукты гигантов отрасли и строят свой бизнес на постоянном изменении ценовой политики и набора услуг. Постоянные изменения происходят и на рынке электронных гаджетов, где наиболее успешные игроки пытаются предугадать или повлиять на поведение потребителей. Крупнейшие производители автомобилей еще не успели перестроиться на выпуск электромобилей, как возникла необходимость в создании автомашин, управляемых роботом [13].

Несмотря на то, что учет неопределенности – занятие трудное, в современной финансовой теории представлен ряд идей оценки влияния неопределенности на стоимость компании. Самая распространенная идея – обращение к рациональности и эффективности менеджмента, вера в то, что менеджмент будет следовать лучшим практикам. Другая идея состоит в искусственном создании условий для реализации нескольких сценариев развития в зависимости от внешних условий [6]. Эта идея нашла отражение и в теории реальных опционов.

Опцион дает право отказаться от невыгодных условий. Например, если компания располагает возможностью отложить реализацию проекта или его части до момента, когда это станет выгодно, это можно рассматривать как наличие опциона. Опцион нужно создать. Аналогично компания, анализируя состояние неопределенности на рынке и выявляя ситуации, порождающие неприемлемые потери, может разработать стратегию развития, допускающую ее адаптацию (изменение) при реализации определенных событий. Когда агент имеет цель и направление развития, он может конструировать путь, исходя из имеющихся препятствий. Проверить эффективность созданной системы адаптации можно с проведением стресс-тестирования, используя модель эволюции риска.

Для оценки стоимости компании в такой ситуации целесообразно использовать как модель реальных опционов, так и дерево решений, карту риска, в которых будет учтен эффект адаптации компании к рискам. Конечно, в таком подходе остается немало «белых пятен», но важно, что он позволяет учитывать влияние значимых факторов, которые в сегодняшних подходах учитываются слабо.

Следует обратить внимание на возможность диверсификации неизвестной неопределенности, связанной с отдельной компанией, в рамках инвестиционного портфеля. Действительно, если на рынке присутствует несколько компаний конкурентов, для инвестирования можно выбрать акции наиболее сильных, и тогда снижение доходности компании-аутсайдера будет компенсировано ростом доходности компании-лидера.

Таким образом, неопределенность будущих событий влияет на их оценку в стоимости компании. *Для известной неопределенности можно использовать вероятностные оценки, учитывая их в денежных потоках. Неизвестную неопределенность можно учесть с помощью метода Монте-Карло. Для снижения неизвестной неопределенности важно создать механизм адаптации через реинжиниринг бизнеса и его способности к адаптации.*

Система формирования стоимости компании

Наш анализ показал, что на процесс формирования стоимости компании большое влияние оказывают ключевые стейкхолдеры компании и их взаимодействие. Поэтому следует рассматривать систему, включающую этих ключевых стейкхолдеров, принимаемые ими управленческие решения, влияющие на эти решения факторы, денежные потоки и их стохастические детерминанты (рис. 3).

В основе этой системы лежат следующие положения.

1. Принципиально важно понимание ключевыми стейкхолдерами стоимости компании как функции управления ее фондами и фондовыми потоками. Ожидаемые денежные потоки – это результат не только стратегических решений, но реализации агентами этих решений.



Рис. 3. Схема системы оценки стоимости компании

2. Следует оценивать влияние на денежные потоки компании неопределенности в событиях, определяющих важные для бизнеса параметры: спрос, цена на производимые товары, на факторы производства, доступность кредитов, налоги, конкуренция и т. п. Некоторые из таких событий можно количественно оценить.

3. Необходимо учитывать влияние управленческих решений ведущих стейкхолдеров на подверженность компании проявлению факторов неопределенности, которые могут привести к отклонению стоимости компании от ожидаемых значений.

Эти положения обосновывают целесообразность смещения фокуса внимания в оценке стоимости компании от учета неопределенности в денежных потоках компании как функции от неизвестных и независимых факторов, на которые нельзя воздействовать, к управленческим решениям, которые меняют подверженность компании внешним факторам риска и могут стать источником проявления неприемлемых для инвесторов рисков.

В силу информационной асимметрии смещение акцентов представляется сложным и зависит как от открытости и социальной ответственности стейкхолдеров компании, так и от механизма эффективного управления стоимостью компании в условиях роста неопределенности. Если открытость компании – задача, решаемая усилиями общества, то создание упомянутого механизма требует еще и значительных усилий теоретиков и практиков в сфере бизнеса и финансов.

Мы полагаем, что в основании системы формирования стоимости компании должны лежать следующие принципы:

- взаимодействие агентов и акционеров должно быть эффективным и направлено на достижение интересов всех стейкхолдеров. Наличие эффективного контракта, действенный корпоративный и общественный контроль – это хорошо известные элементы корпоративного менеджмента и условие успешной деятельности компании;
- стратегические инвестиционные и финансовые решения компании должны учитывать состояние рынка, влияние глобализации, неопределенности и инновативности путем разработки нескольких альтернативных вариантов развития;
- ключевые стейкхолдеры должны обладать компетенциями выявления и, по возможности, идентификации неопределенности, влияющей на деятельность компании при принятии

стратегических решений. Следует разделять факторы известной и неизвестной неопределенности;

- для известной неопределенности следует сделать оценку риска и сравнить ее с уровнем приемлемого риска компании. При необходимости можно использовать доступные методы управления рисками;
- для неизвестной неопределенности важна доработка стратегий развития для обеспечения их гибкости, что позволит компании адаптироваться в условиях реализации угроз;
- использование карт и матриц рисков для отражения в них регулярных изменений с целью контроля над угрозами;
- необходимо учитывать, что с течением времени часть факторов неизвестной неопределенности может стать известной неопределенностью, и корректировать это в оценке стоимости компании;
- важно регулярно информировать общественность о состоянии неопределенности и способности компании к эффективному развитию.

Необходимость создания подобной системы отмечается рядом авторов [6; 8; 12; 13], они фокусируют внимание на важности гармонизации отношений всех (финансовых и нефинансовых) стейкхолдеров компании и предлагают ряд принципиальных изменений в системе корпоративного управления. Наши предложения направлены на обоснование положений, принципов и системы механизма принятия управленческих решений ключевыми стейкхолдерами, позволяющих управлять будущей неопределенностью прежде всего в интересах настоящих и будущих акционеров.

Выводы

1. Анализ существующих подходов к оценке стоимости компании показал, что недостаточное внимание уделяется проблемам учета неопределенности управленческих решений ключевых стейкхолдеров и агентских конфликтов.
2. Важно оценивать умение менеджмента разделять известную и неизвестную неопределенности и формировать адекватные управленческие решения, способные снизить риски до приемлемого уровня и повысить адаптацию компании к изменяющимся условиям хозяйствования.
3. При оценке стоимости компании необходимо иметь представление о взаимодействии ключевых стейкхолдеров и механизме учета неопределенности управленческих решений.

Список литературы

1. *Ивашковская И. В.* Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С. 113–132.
2. *Lintner J.* Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification // *Journal of Finance*. 1965. Vol. 20 (4). P. 587–615.
3. *Вашикмадзе Т.* Концепция управления стоимостью компании // *Экономический анализ: теория и практика*. 2010. № 9 (408). С. 34–48.
4. *Fernandez P.* Company Valuation Methods (November 1, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=274973> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>
5. Атлас новых исследований на основе EconLit (2006–2013): В 19 т. / Новосиб. гос. ун-т, ИЭОПП СО РАН; под ред. М. В. Лычагина, Г. М. Мкртчяна, В. И. Суслова. Новосибирск, 2016. Т. 1. URI: <http://www.nsu.ru/xmlui/handle/nsu/11392>
6. *Дамодаран А.* Стратегический риск-менеджмент: практики и методики: Пер. с англ. М.: Вильямс, 2010.
7. *Кристофер М., Тревис У. Х.* Интегрированная теория оценки бизнеса / Под ред. В. М. Рутгаузер. М.: Маросейка, 2008.
8. *Gordon M. J.* Dividends, Earnings, and Stock Prices // *The Review of Economics and Statistics*. 1959. Vol. 41. No. 2. Pt. 1. P. 99–105.
9. *Jensen M. C.* Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers // *The American Economic Review*. 1986. Vol. 76. No. 2.

10. Теплова Т. В. Специфические риски компании и стоимость заимствований // Сибирская финансовая школа. 2007. № 3 (64). С. 61–69.
11. Теплова Т. В. Таблицы управленческой гибкости и матрицы принятия решений в разработке инвестиционной программы компании // *Terra Economicus*. 2006. № 4. С. 153–163.
12. Иваишкова И. В. Дискуссии: стейкхолдерский подход к управлению, ориентированному на приращение стоимости компании // *Корпоративные финансы*. 2012. № 1 (21). С. 14–23.
13. Управление в условиях неопределенности: Пер. с англ. М.: Альпика Бизнес Букс, 2006. 213 с.

Материал поступил в редколлегию 04.04.2017

A. A. Perflyev, L. P. Bufetova, K. S. Virovets, O. V. Guslistova

*Novosibirsk State University
1 Pirogov Str., Novosibirsk, 630090, Russian Federation*

*aperf@ngs.ru, lidabuf@gmail.com
kristi.prof@mail.ru, oguslistova@gmail.com*

DEVELOPMENT OF APPROACH TO THE VALUATION OF COMPANY

A large number of studies have been devoted to the valuation of the company (683 by EconLit at the end of 2015), in which the authors focus on the determination and estimation of cash flow and discount factor, considering the risk factors and impact of management capital.

Much less attention is given to the impact on company value of the main stakeholders' managerial decisions, manifestation of agency conflicts, and necessity for the company to respond promptly to dynamic change of the environment.

Therefore, substantiation of the importance and necessity of taking the mentioned factors into account is the main task of this article which is considered by the authors as the development of the approach to the valuation of the company.

Keywords: stakeholders, valuation of the company taking into account management decisions, unknown uncertainty.

References

1. Ivashkovskaya I. V. Upravlenie stoimostyu kompanii: vizovi rossiiskomu menedjmentu. *Rossiiskii jurnal menedjmenta*, 2004, № 4, p. 113–132. (In Russ.)
2. Lintner John. Security Prices, Risk and Maximal Gains from Diversification. *Journal of Finance*, December 1965, vol. 20 (4), p. 587–615.
3. Vashakmadze T. Koncepciya upravleniya stoimostyu kompanyi. *Ekonomicheskii analiz: teoriya i praktika*, 2015, № 9 (408). (In Russ.)
4. Fernandez Pablo. Company Valuation Methods (November 1, 2015). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=274973> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>
5. Atlas of New Research Based on EconLit (2006–2013): in 19 vols. Novosibirsk State University; Institute of Economics and Industrial Engineering of SB RAS. Novosibirsk, 2016. Vol. 1: JEL Category A. Eds. M. V. Lychagin, G. M. Mkrtchyan, V. I. Suslov. URI: <http://www.nsu.ru/xmlui/handle/nsu/11392> (In Russ.)
6. Damodaran A. Strategicheskie risk-menedjment: principi i metodiki. Moscow, Vilyams Publ., 2010. (In Russ.)
7. Christofer M., Trevis U. H. Integrirovannaya teoriya otsenki biznesa. Moscow, Maroseika Publ., 2008. (In Russ.)
8. Gordon M. J. Dividends, Earnings and Stock Prices. *The Review of Economics and Statistics*, 1959, vol. 41, no. 2, part 1, pp. 99–105.

9. Jensen M. C. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers. *The American Economic Review*. 1986, vol. 76, no. 2.
10. Teplova T. V. Specificheskie riski kompanii i stoimost zaimstvovani. *Sibirskaya finansovaya shkola*, 2007, № 3 (64), p. 61–69. (In Russ.)
11. Teplova T. V. Tablitsy upravlencheskoi gibkosti i matrici prinyatiya reshenii v razrabotke investicionnoi programmi kompanii. *Terra Economicus*, 2006, № 4, p. 153–163. (In Russ.)
12. Ivashkovskaya I. V. Diskussii: Steikhorderskii podhod k upravleniju, orientirovannomu na prirashenie stoimosti kompanii. *Korporativnie finansy*, 2012, № 1 (21), p. 14–23. (In Russ.)
13. Upravlenie v usloviyakh neopredelennosti. Moscow, Alpica Business Books, 2006. 213 p. (In Russ.)

For citation:

Perfilyev A. A., Bufetova L. P., Virovets K. S., Guslistova O. V. Development of Approach to the Valuation of Company. *World of Economics and Management*, 2017, vol. 17, no. 3, p. 85–99. (In Russ.)