

Секция «Корпоративные финансы: наука, теория и практика»

Снижение волатильности результатов оценки стоимости российских публичных компаний методом торговых мультипликаторов с помощью корректировки на интеллектуальный капитал

Научный руководитель – Студников Сергей Сергеевич

Юдина Дарья Дмитриевна

Студент (магистр)

Московский государственный университет имени М.В.Ломоносова, Экономический факультет, Кафедра финансов и кредита, Москва, Россия

E-mail: yu-daria@yandex.ru

В современном мире главными двигателями роста и развития являются крупные вертикально-интегрированные компании. Предприятия стремятся максимизировать свою прибыль в условиях ограниченных ресурсов и агрессивной конкурентной борьбы. Для этого руководству компаний необходимо принимать сложные инвестиционные решения, беря во внимание не только имеющиеся ресурсы, но и показатели риска и волатильности (Damodaran, 2006). В связи с тем, что от исхода решений зависят будущие показатели предприятия, в последнее время растет не только спрос на услуги финансовых консультантов и оценщиков, но и требования к предоставляемым ими инвестиционным заключениям.

Использование сравнительного подхода, в частности, метода торговых мультипликаторов, к оценке компаний широко распространено в виду его основы на рыночной стоимости сопоставимых компаний, то есть полученная оценка учитывает ситуацию на рынке на дату оценки, а также является статистически обоснованной (Теплова, 2011). Однако на практике консультанты зачастую сталкиваются с проблемой подбора сопоставимых компаний, в том числе сопоставимых по структуре интеллектуального капитала.

При анализе данной проблематики было выявлено несколько способов снижения волатильности результатов оценки компаний методом торговых мультипликаторов: применение корректировок на такие факторы, как страновой риск, размер компании, темпы роста и объем реинвестиций в капитал (Ивашковская, 2008; Damodaran, 2018; Harms, 2017). Однако согласно последним исследованиям (McKinsey & Company, 2015), около 40% дисперсии торговых мультипликаторов являются необъяснимыми. Более того, российский фондовый рынок характеризуется средней формой эффективности (CFA Curriculum). Это значит, что различия между рыночной и фундаментальной стоимостью компании могут быть вызваны не только настроениями инвесторов, что увеличивает риски принятия инвестиционных решений. Следовательно, в сложившейся ситуации важно создание новых корректировочных алгоритмов, позволяющих сделать оценку торговыми мультипликаторами более точной.

В информационном обществе XXI века важную роль в результатах деятельности компаний играют не только традиционные компоненты капитала, но и его интеллектуальная составляющая (Sarea, Alansagi, 2016; Андреева, Гаранина, 2017). Более того, эффективное управление последним является важным фактором создания добавленной стоимости компании (Survilaité et al, 2015). Исходя из этого можно предположить, что корректировка торговых мультипликаторов на структуру интеллектуального капитала в зависимости от отрасли компании могла бы снизить волатильность результатов оценки и, как следствие, повысить качество оценочных услуг.

Для оценки влияния элементов структуры интеллектуального капитала на показатели деятельности компаний, а также эффективности описанных выше корректировок торговых мультипликаторов было проведено исследование на панельной выборке российских

публичных компаний. В ходе работы были проверены, во-первых, гипотезы о положительном влиянии каждого из элементов интеллектуального капитала, оцененных с помощью прокси-индикаторов на показатель рыночной капитализации компаний в разрезе секторов экономики с помощью эконометрической модели (зависимая переменная y_i - рыночная капитализация компании):

$$y_i = a_0 + a_1 * BV_i + a_2 * Age_i + a_3 * HC_i + a_4 * SC_i + a_5 * RC_i + e_i,$$

где

a_j - коэффициент при переменной;

BV_i - балансовая стоимость активов компании;

Age_i - возраст компании;

HC_i - человеческий капитал;

SC_i - структурный капитал;

RC_i - отношенческий компании;

e_i - случайная переменная.

Также была проверена гипотеза о сокращении дисперсии торговых мультипликаторов P/E и EV/EBITDA при использовании их корректировки на структуру интеллектуального капитала по сопоставимым компаниям в рамках отрасли, тем самым улучшая качество оценочных услуг.

Предварительные расчеты показали, что в отраслях, связанных с добычей полезных ископаемых и энергетики наибольшую роль играет человеческий капитал, тогда как в отраслях розничной торговли и телекоммуникаций - отношенческий. Структурный капитал оказывает наибольшее влияние в секторе авиации. При этом корректировки торговых мультипликаторов на значимый в отрасли элемент интеллектуального капитала в более, чем половине случаев снижает отклонение значений торговых мультипликаторов по сопоставимым компаниям.

Источники и литература

- 1) Андреева Т., Гаранина Т., «Влияние структуры интеллектуального капитала на результаты деятельности российских производственных компаний», Форсайт, Т. 11, №1, стр. 31-40, 2017
- 2) Ивашковская И.В. «Методы коррекции ночных мультипликаторов страновые риски: эмпирическое исследование», Аудит и финансовый анализ, 5'2008
- 3) Теплова Т.В., «Инвестиции», ЮРАЙТ, М., 2011
- 4) CFA Program Curriculum Level I, Volumes 1-6, Wiley, 2019
- 5) Damodaran A. (2006) Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business
- 6) Damodaran A. (2018) Country Risk: Determinants, Measures and Implications
- 7) Harms, T.W. (2017) A Market Participant Perspective on the Size Premium
- 8) Koller T. et al (McKinsey & Company) (2015) Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, John Wiley & Sons, Inc., 6th edition
- 9) Sarea A.M., Alansari S. (2016) The relationship between intellectual capital and earnings quality: Evidence from listed firms in Bahrain Bourse, International Journal of Learning and Intellectual Capital 13 (4): 302-315
- 10) Survilaitė S. et al (2015) Intellectual capital approach to modern management through the perspective of a company's value added, Verslas teorija ir praktika, 16 (1): p. 31-44