

УДК 336.71

**МЕТОДИЧЕСКИЕ ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СПРАВЕДЛИВОЙ
СТОИМОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ИНСТИТУТОВ В УСЛОВИЯХ
РЫНОЧНОЙ НЕОПРЕДЕЛЕННОСТИ**

Родин Д.Я.

доктор экономических наук, доцент,

*Кубанский государственный аграрный университет имени И.Т.Трубиллина,
Краснодар, Россия*

Карартынян А.А.

студент факультета финансы и кредит,

*Кубанский государственный аграрный университет имени И.Т.Трубиллина,
Краснодар, Россия*

Хаджиев К.А.

студент факультета финансы и кредит,

*Кубанский государственный аграрный университет имени И.Т.Трубиллина,
Краснодар, Россия*

Аннотация

В данной статье отражаются проблемы функционирования и оценки действующего предприятия на эффективном и неэффективном рынках капитала. В процессе исследования авторами выявлены атрибутивные характеристики рассматриваемых рынков, определены критериальные параметры оценки и управления финансовыми отношениями на основе учетной и стоимостной моделей. В заключении предложен методический

подход к оценке справедливой стоимости компании, применение которой позволяет разрабатывать и реализовать управленческие решения, направленные на приращение стоимости бизнеса.

Ключевые слова: эффективный рынок, справедливая стоимость, активы и обязательства, балансовое равновесие, рыночная неопределенность.

***METHODOLOGICAL APPROACHES TO ASSESSING THE FAIR VALUE
OF CORPORATE INSTITUTIONS IN CONDITIONS OF MARKET
UNCERTAINTY***

Rodin D. Ya.

*Doctor of Economics, Associate Professor,
Kuban State Agrarian University named after I. T. Trubilin,
Krasnodar, Russia*

Karartynyan A.A.

*student of accounting financial faculty,
Kuban State Agrarian University named after I. T. Trubilin,
Krasnodar, Russia*

Khadzhiev K. A.

*student of accounting financial faculty,
Kuban State Agrarian University named after I. T. Trubilin,
Krasnodar, Russia*

Annotation

This article reflects the problems of functioning and evaluation of an operating enterprise in an efficient and inefficient capital markets. In the course of the study, the authors identified the attribute characteristics of the markets under consideration, determined the criteria for evaluating and managing financial relations based on accounting and cost models. In conclusion, a methodological approach to assessing the fair value of the company is proposed, the use of which allows you to develop and implement management decisions aimed at increasing the value of the business.

Keywords: effective market, fair value, assets and liabilities, balance sheet balance, market uncertainty.

Формирование и реализация конкурентных стратегий экономических субъектов в реальном и в финансовом секторах отраслевой экономики опирается на построение устойчивых отношений этих субъектов с заинтересованными сторонами. В мировой практике достаточно широкое распространение получили модели инсайдерского и аутсайдерского управления акционерным капиталом, экономического поведения эмитентов и инвесторов, продавцов и покупателей на рынке слияний и поглощений [5]. В данном контексте определенный научный и практический интерес получает развитие экономических отношений между владельцами собственного и заемного капитала, собственниками, менеджментом и персоналом компании. Так, финансовый менеджмент с целью поддержания устойчивого развития корпорации на рынке капитала стремится привлечь инвестиционные ресурсы по более низкой стоимости, что является важным направлением реализации финансовой стратегии публичной компании.

Вместе с тем, для достижения поставленных стратегических целей не достаточно иметь высокие значения операционных и финансовых параметров её устойчивого развития. Определенную значимость имеют механизмы, отражающие приращение добавленной стоимости компании, в том числе ее способность эффективно взаимодействовать с инвестиционным сообществом.

Владельцы капитала задают направления формирования и реализации корпоративной политики, составным элементом которой является финансовая политика. В последней четверти XX века оценка приращения стоимости компании опиралась на положения теории М.Миллера и Ф.Модильяни, согласно которой корпоративная финансовая политика не оказывает влияние на структуру и источники формирования заёмного и собственного капитала [1, 3]. В дальнейшем это направление получило развитие исследованиями нобелевских лауреатов Р.Шиллера и Ю.Фомы, раскрывающих гипотезу о неэффективности рынка капитала за счет присутствия на нём информационных искажений [11]. Учёные выявили свойства эффективности финансового рынка и приоритеты финансового поведения экономических агентов и обосновали насколько обладает доходность прошлых лет показательной силой при вложении активов и капитала в будущие краткосрочные периоды при инвестировании на основе имеющейся ценовой и неценовой информации. В этом контексте вызывает интерес методология событийного анализа, которая раскрывает аномальные информационные шоки на финансовом рынке. Следует подчеркнуть практическую значимость результатов исследований Ю.Фомы относительно отрицательной корреляционной связи между размером компании и ожидаемой доходности от произведённых инвестиций при приобретении её

активов [13]. В свою очередь, применение модели САРМ (Capital Assets Pricing Model) финансовым менеджментом основывается на концепции рационального поведения инвесторов при совершенных рынках капитала, на которых наблюдается информационная эффективность.

Следует обратить внимание на исследования В.М. Желтоносова, который обосновал положение о несоответствии циркулирующих информационных потоков на рынке финансового капитала реальным ожиданиям инвесторов, приводящим к информационной асимметрии. При этом ценовые колебания, порождаемые асимметрией рыночного обмена, образуют качественно новое явление – информационно-финансовый капитал, который отражает отношения по поводу приращения добавочной стоимости от обращения финансовых и нефинансовых активов, включающий экономическую и информационную составляющие. В этом контексте виртуальная информация трансформируется в реальную при совершении участниками рынка определённых транзакций, направленных на изменение кредитных рейтингов и инвестиционных вложений в приобретение готового бизнеса. В этом случае степень значимости виртуальной асимметрии снижается, трансформируясь в реальный опыт экономических агентов и расширяя информационное пространство [4].

Рациональный механизм поведения экономических агентов на эффективном рынке капитала раскрыли в своих исследованиях Гроссман и Стиглиц, основываясь на равном доступе к информационным потокам об оцениваемых активах [12, 14]. Согласно гипотезе Гроссмана-Стиглица, на эффективном рынке информационные потоки о состоянии компаний, чьи фондовые инструменты обращаются на рынке капиталов, находят отражение в их ценах. Вместе с тем, на рынке всегда присутствует информационная

асимметрия, которая выражается в ценовых искажениях стоимости оцениваемого объекта (актива или обязательства). Этому способствовало развитие рынка, всех его секторов – финансового, фондового, недвижимости и капитала. В связи с этим определённый научный и практический интерес приобретает механизм выбора методов оценки справедливой стоимости компании, её бизнес-процессов, активов, обязательств и капитала. Проблема оценки корпоративных институтов, отдельных их элементов и гудвила приобрела практический интерес не только для специалистов-оценщиков, но и для представителей академической среды. Оценка рыночной стоимости бизнеса и активов в настоящее время необходима не только в рамках сделок слияний и поглощений, но и при определении справедливой стоимости объекта, а также для принятия оптимальных стратегических решений в проектной деятельности, построения отношений заинтересованными сторонами, по подготовке публичной отчетности в соответствии с требованиями международного инвестиционного сообщества.

Информационные потоки таблицы 1 отражают атрибутивные характеристики эффективного рынка и рынка с асимметрией информации. Действительно, на рынке существует множество покупателей и продавцов, инвесторов и эмитентов, которые функционируют исходя из своих частно-корпоративных интересов. Реализация частно-корпоративных стратегий отдельных рыночных агентов упорядочивает функционирование самого рыночного механизма, развивает его инфраструктуру.

Таблица 1 – Сравнительная характеристика эффективного рынка и рынка с асимметричной информацией

Критерий	Эффективный рынок	Неэффективный рынок
Степень концентрации	Множественность покупателей и продавцов. Сделки, совершаемые	На финансовое поведение участников рынка оказывает

участников рынка	отдельным объектом, не могут повлиять на изменение общего уровня цен	сильное влияние неравномерное распределение информации, а также ожидаемые шоки
Транзакционные издержки	Отсутствуют транзакционные издержки по поиску информации и совершения сделок	Участники рынка несут дополнительные затраты по поиску информации о справедливой стоимости активов и капитала
Информационная эффективность рынка	Текущая цена отражает всю информацию, как публичную, так и приватную, следовательно, никакой инвестор не сумеет обнаружить недооцененные активы	Расчет справедливой стоимости основан на информационных потоках о прошлых ценах, техническом анализе курсовых колебаний активов и обязательств компаний
Поведение рыночных агентов	Эмитенты, инвесторы, рыночные посредники осуществляют сделки на основе долгосрочного горизонта прогнозирования изменения стоимости объекта купли-продажи, что исключает возникновение резких колебаний цен и кризисов	Стратегии рыночных агентов формируются под влиянием скорости и степени достоверности получения актуальной информации о справедливой стоимости активов сделки
Вероятность отклонения цены от справедливой стоимости объекта сделки	Рыночная цена обеспечивает наилучшую оценку справедливой стоимости объекта сделки и отражает вероятность переоценки актива в заданный период времени	Рыночная цена может отклоняться от истинной стоимости объекта сделки за счет эффекта асимметрии информации

Инфраструктурные институты способствуют выполнению саморегулирующей функции рынка при определении справедливой стоимости объекта сделки. Вместе с тем нами выявлены внутренние противоречия самого рынка, которые заключаются в неоднородности распределения материальных, финансовых, информационных активов, что вызывает дополнительные затраты участников рыночного обмена. С одной стороны, остается неясным, каким образом рынки могут быть эффективными, если инвестиционные стратегии их участников направлены на формирование торгового и инвестиционного портфелей переоцененных и

недооцененных активов с учетом справедливой стоимости, выраженной через конечный финансовый результат. С другой стороны, на рынке отражаются процессы системной трансформации финансового поведения его участников под влиянием эффектов информационной асимметрии формирования рыночной цены объекта сделки. При реализации моделей конкурентного поведения участников эффективного рынка, можно констатировать факт совершения сделок на основе рациональных ожиданий получения доходностей [2, 8].

Выявление рыночной стоимости отдельных активов и бизнеса компании в целом является творческой, креативной и достаточно сложной в методологическом плане проблемой. В современных условиях определение справедливой стоимости функционирующего бизнеса осложняется рядом объективных и субъективных факторов, среди которых можно выделить следующие: несоответствие текущей и исторической стоимости объекта оценки за счет временного горизонта; отсутствие использования метода предосторожности и переноса затрат и потенциальных убытков на будущий период при формировании финансовых результатов; отсутствие практического опыта принятия финансовых решений в условиях инфляционных ожиданий; неадекватность применения мотивированных суждений о существующих и потенциальных рисках компании; вариативность применения возможных методов учета и оценки активов и обязательств.

При обосновании оптимальных стратегий инвестирования в объекты функционирующего бизнеса определенную сложность имеет выбор ограниченность инструментов и механизмов стандартизированных учетно-аналитических процедур, неразвитость рынка слияний и поглощений,

недоступность информационных потоков о компаниях конкурентах и сделках широким слоям бизнес-сообщества, что приводит к усилению субъективной составляющей мотивированных суждений оценщиков о рыночных процессах и явлениях, происходящих на различных этапах жизненного цикла организации.

Между тем, в мире сменились технологические уклады экономического цикла, которые привели в движение хозяйственные отношения, которые находят отражение и оценку в современном бухгалтерском учете. Баланс как модель финансового равновесия между активами и требованиями с одной стороны и пассивами и обязательствами с другой, формирует и развивает, восприятие хозяйственной реальности фирмы [6]. На основе данной качественной характеристики балансового равновесия оценивают движение капитала, денежных потоков, доходов и расходов с учетом величины их запаса, потока и прогноза. Таким образом, сменяется парадигма функционирования экономики фирмы, как микроэкономической системы в направлении трансформации учетной модели к стоимостной (таблица 2).

Таблица 2 – Модели измерения и управления корпоративными финансами

Критерий оценки	Учетная модель	Стоимостная модель
Внутренние критерии		
Оценка устойчивого развития, выявление рисков	Финансовые прогнозы и планы строятся «от достигнутого», без сценарного рассмотрения и учета возможности изменить ранее принятые решения	Внутрикорпоративный учет как система движения экономического капитала компаний, система интегративного риск-менеджмента
Бизнес-модель, организационные изменения	Отражаются только фактически имевшие место издержки	Управленческий учет иерархического взаимодействия отдельных бизнес процессов создающих добавленную стоимость
Оценка рыночной среды и	Стоимость активов,	Оценка информационной

ее влияние на эффективность основных и вспомогательных бизнес процессов	обязательств и капитала отражается в учетных регистрах на основе применения модели четырех типов изменения баланса	асимметрии на ценовые изменения активов, обязательств и добавленной стоимости вновь созданного продукта
Методы оценки стоимости активов и обязательств	Игнорируются инвестиционная стоимость денег и риски получения денежных потоков (балансовая оценка)	Используется модель временной стоимости денег (фундаментальная и рыночная стоимость)
Внешние критерии		
Инфраструктура и позиционирование на рынке	Изменение стоимости фирмы базируется на выработанных и принятых принципах учетной политики	Изменение приращения добавленной стоимости компании в зависимости от занимаемой ею емкости в рыночном пространстве
Оценка потенциальных угроз и рыночных возможностей	Проблема рисков не анализируется	Риск трактуется как неопределенность
Отношения с заинтересованными сторонами	Использование кассового метода при определении требований и обязательств по отношению к третьим лицам	Использования метода начислений при определении требований и обязательств по отношению к третьим лицам

Информационные потоки таблицы 2 свидетельствуют о трансформации философского понимания принципов финансового управления и кардинальных трансформаций при выборе моделей экономического поведения фирмы под влиянием изменения рыночного окружения. Экономическая сущность данных трансформаций заключается в выборе комплементарных стратегий взаимного сосуществования учетной и финансовой моделей оценки и управления активами, обязательствами и капиталом. В настоящий период до конца не оформилось учетно-аналитическое понимание обращения и оценки активов и обязательств в системной парадигме адекватности размеров экономического и регулятивного капитала. Вместе с тем, национальная законодательная база, регулирующая деятельность акционерных обществ, предусматривает

наличие прямой связи между возможностью выплаты дивидендов и полученным конечным финансовым результатом. Согласно действующему законодательству выплата дивидендов не может производиться из суммы внесенного акционерами капитала и нормативных резервных фондов. В этой связи мы поддерживаем точку зрения профессора В.Ф. Паляя, что такой подход тяготеет к финансовой концепции поддержания капитала [9].

Одними из нормативных документов, определяющих процедуру оценки имущества и обязательств являются стандарты МСФО 9, МСФО 32, МСФО 39. Они раскрывают процедуру консолидации и учета экономических и рыночных условий и рисков, преобладающих на дату оценки [7].

Стоимость функционирующего предприятия или фирмы предоставляет собой стоимость актива (обязательства) или инвестиции, отражающая способность актива приносить доход в течение определенного промежутка времени. Данный вид стоимости принимается для определения стоимости компании на рынке слияний и поглощений [10].

Выявление справедливой стоимости функционирующего предприятия основано на применении механизма прогнозирования потоков денежных средств, скорректированных на величину принимаемого риска и среднерыночную стоимость заемного капитала. Стоимость функционирующего предприятия строится на динамической концепции баланса.

На основании проведенных исследований в области позиционирования фирмы на различных типах рынка авторами предложена методика оценки справедливой стоимости непрерывно функционирующего предприятия (рисунок 1). Отличительными характеристиками применения предложенного подхода является системный анализ влияния субъективных и объективных

факторов влияния рыночной среды при выборе стратегических направлений инвестирования имеющихся ресурсов в активы генерирующие денежные потоки и способствующие приращению добавленной стоимости фирмы.

Цель оценки – определение приоритетных направлений формирования механизмов оценки справедливой стоимости активов, обязательств, физического капитала и созданной добавленной стоимости корпоративных институтов

Задачи оценки

1. Установить значимость отдельных структурных составляющих процедуры оценки в целях разработки и реализации оптимальных управленческих решений в области реализации инвестиционной стратегии
2. Проанализировать структуру и составные элементы активов, обязательств, регулятивного и экономического капитала в контексте достижения статико-динамического балансового равновесия
3. Определить проблемы и факторы влияющие на поиск резервов приращения добавленной стоимости компании, используя справедливую оценку отдельных ее активов и капитала
4. Разработать практические рекомендации по использованию методического инструментария оценки стоимости фирмы с учетом фактором рефлексивности

Этапы проведения оценки

1. Формирование экспертной рабочей группы и предварительный анализ финансового положения оцениваемой корпорации и ее рыночного окружения
2. Выбор оптимальной модели оценки стоимости компании, отражающей ее отраслевую принадлежность и составные элементы на основе использования информационных потоков и действенных аналитических процедур
3. Оценка справедливой стоимости активов генерирующих денежные потоки и сравнение с прогнозной ее величиной
4. Выявление факторов и резервов, влияющих на приращение добавленной стоимости и стоимости бренда оцениваемой компании
5. Разработка и принятие управленческих решений в области оценки стоимости бизнеса

Рисунок 1 – Методика оценки справедливой стоимости компании

Предлагаемая авторская методика позволяет реализовывать возможности эффективного использования информационных потоков транслируемых рынком, выработанных аналитических процедур оценки отдельных составных элементов функционирующего бизнеса. Финансовые аналитики, оценщики, менеджеры компании выявляют резервы повышения добавленной стоимости на основе мотивированных суждений и стандартизированных оценочных принципов формирования справедливой стоимости компании, которые позволяют разработать и реализовать управленческие решения, направленные на приращение стоимости бизнеса.

Библиографический список:

1. Брусов П.Н., Филатова Т.В. Влияние заемного финансирования на эффективность инвестиционного проекта в рамках теории Модильяни–Миллера // Вестник Финансового университета. 2010. № 5. С. 28–36.
2. Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. - М.: Альпина Паблишер, 2020. 1315 с.
3. Моисеев С.Р. Идея эффективного рынка: пациент скорее мертв, чем жив? // Дайджест-финансы. 2004. №8 (116). С. 8-16.
4. Макаров В.В. Новая Экономика: интеграция рынков финансовых и инфокоммуникационных услуг: В.В. Макаров, В.Л. Горбачев, В.М. Желтоносов. - М.: Академия, 2009. 223 с.
5. Питерская Л.Ю., Родин Д.Я. Парадигма стратегического банковского менеджмента в контексте устойчивого развития коммерческих банков // Финансы и кредит. 2010. № 43(427). С. 2-9.

6. Пятов М.Л. Эволюция методологии бухгалтерского учета в рамках балансовой модели фирмы // Вестник Санкт-Петербургского университета, 2014. №4 (5). С. 56-75.
7. Плотников В.С., Плотникова О.В. Анализ теоретических основ концепции консолидированной финансовой отчетности // Международный бухгалтерский учет. 2018. Т. 21, № 11. С. 1314–1328.
8. Парамонов П.Ф., Родин Д.Я., Глухих Л.В. Системный подход к оценке финансового равновесия коммерческих организаций // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2020. Т. 13, № 1. С. 4-20.
9. Палий В.Ф. Международные стандарты учета и финансовой отчетности. - М.: Инфра-М, 2016. 506 с.
10. Сорос Д. Алхимия финансов. Москва : Вильямс, 2013. 352 с.
11. Шиллер Р. Дж. Нарративная экономика и нейроэкономика // Финансы: теория и практика. 2018. Т. 22. № 1. С. 64–91.
12. Stiglitz J.E. Key challenges facing modern finance: Making the financial sector serve society. Finance: Theory and Practice. 2020. №24(2). P. 6-21.
13. Fama E. Efficient Capital Market: a Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance, 1970. №25, pp. 383-417
14. Grossman S. and Stiglitz J. On the Impossibility of Informationally Efficient Markets // American Economic Review, 1980. №70, pp 393-408

Оригинальность 86%

