

УДК 330.35

С. А. Сидорова

ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»,
Москва, e-mail: sidorova_s94@mail.ru

АНАЛИТИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ КРИТЕРИЕВ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ОРГАНИЗАЦИИ С УЧЕТОМ КАЧЕСТВЕННЫХ ХАРАКТЕРИСТИК

Ключевые слова: анализ рыночной стоимости организации, сравнительный анализ организаций, анализ рыночной капитализации, анализ прозрачности отчетности.

В статье рассмотрен авторский механизм действующей методики формирования и анализа рыночной стоимости коммерческой организации, в частности основанный на сравнительном методе с учетом полноты раскрытия отчетной информации экономическим субъектом. В действующую методику введен процент критериального соответствия прозрачности отчетности. Значимые критерии анализа (качественные характеристики, отражающие полноту раскрытия отчетной информации) определены при помощи инструментов анализа непараметрической статистики. Предлагаемый механизм позволяет оценить потенциально возможное значение рыночной капитализации экономического субъекта, а также проанализировать влияние прозрачности отчетности на рыночную стоимость организации в части недополучения в приращении рыночной капитализации. Предназначен как для организаций, чьи акции котируются на Московской бирже, так и для экономических субъектов с неопределенной величиной рыночной стоимости.

S. A. Sidorova

Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
e-mail: sidorova_s94@mail.ru

ANALYTICAL MODELING OF THE MARKET VALUE CRITERIA OF A COMPANY TAKING INTO ACCOUNT QUALITATIVE CHARACTERISTICS

Keywords: market value of a company analysis, comparative analysis, market capitalization analysis, reporting transparency analysis.

The article considers the author's mechanism of the common methodology for evaluating and analysis market value of a company, in particular based on a comparative method, taking into account the transparency reporting information. The percentage of criteria-based compliance of reporting transparency has been introduced into the current methodology. Significant analysis criteria (qualitative characteristics reflecting the completeness of disclosure of reporting information) are determined using tools for the analysis of nonparametric statistics. The mechanism allows us to assess the potential value of market capitalization of an economic entity, as well as to analyze the impact of reporting transparency on the market value of a company in terms of shortfall in the increment of market capitalization. It is intended both for companies which shares are listed on the Moscow Stock exchange and for economic entities with an uncertain market value.

В научной среде и в практической деятельности существуют различные методики анализа стоимости экономических субъектов: методы, реализуемые в рамках доходного подхода, затратного подхода и сравнительного подхода [3]. Наибольший интерес в данном исследовании представляет сравнительный подход (в частности метод продаж), поскольку относится к рыночным методам и направлен на определение рыночной стоимости бизнеса. При этом рыночная стоимость обладает большой степенью чувствительности к мнениям, формирующимся у ключевых заинтересован-

ных сторон, в том числе имеющим кредитно-инвестиционный интерес в отношении определенного экономического субъекта. Однако, на наш взгляд, в действующей методике существует инструментально-аналитический пробел – при расчете рыночной стоимости не учитывается степень раскрытия отчетной информации, в том числе, которую анализируют ключевые стейкхолдеры при формировании мнения об организации. Поэтому данное исследование направлено на устранение этого пробела, которое позволит оценивать рыночную стоимость бизнеса более точно.

Целью исследования является совершенствование действующей методики формирования и анализа рыночной стоимости коммерческой организации, основанного на сравнительном анализе стоимости организаций (методе продаж).

Задачей исследования является разработка критериев анализа рыночной стоимости организации в контексте прозрачности отчетности. При этом необходимо учитывать полноту раскрытия отчетной информации и наиболее значимые характеристики, влияющие на нее. В исследовании применялись методы непараметрической статистики, в частности расчет коэффициентов корреляции Спирмена и «критерия Лямбда» Уилксона. Расчетное значение рыночной стоимости анализируемой организации и определение потерь, понесенных ею вследствие неполноты раскрытия отчетной информации, определялись сравнительным анализом с другими организациями.

Исследование было проведено на основе анализа отчетности 120 российских организаций за 2018 год, акции которых котируются на Московской бирже, с учетом их рыночной капитализации за третий квартал 2019 года [5]. Полученные статистические данные были обработаны в программе SPSS (Statistical Package for the Social Science).

В ходе исследования на основе Международного стандарта интегрированной отчетности была разработана система из 45 качественных характеристик, отражающих степень раскрытия отчетной информации коммерческой организации [1]. Они были сгруппированы в 8 групп: Бизнес-модель, Корпоративная стратегия, Продажи и маркетинг, Система управления рисками, Финансовая политика, Охрана окружающей среды, Социальная ответственность бизнеса, Корпоративный гавернанс.

Анализ бизнес-модели отдельной организации важен с точки зрения формирования ее рыночной стоимости, поскольку на основе нее можно понять общую логику ведения бизнеса в части создания и распределения ценностей для отдельных стейкхолдеров [4].

Анализ качественных характеристик корпоративной стратегии важен для пользователей отчетности. Для определения стратегических целей (куда экономический субъект движется и к чему стремится) и их успешной реализации действующие и потенциальные инвесторы, работодатели и кре-

диторы должны знать и уметь определять, работает ли действующая бизнес-модель организации или нет. Они могут анализировать весь процесс формирования рыночной стоимости экономического субъекта по разным блокам.

Рассмотрение блока качественных характеристик, связанных с продажами и маркетингом важно с точки зрения анализа спроса и поиска наиболее эффективных каналов сбыта.

Анализ системы управления рисками, применяемой в организации, важен для определения вероятности наступления тех или иных событий, присущих рассматриваемой организации. В будущем возможны финансовые потери различного масштаба, приостановление деятельности экономического субъекта или ее прекращение, поэтому необходим анализ эффективного управления рисками.

Анализ блока характеристик, связанных с финансовой политикой, важен с точки зрения эффективного и добросовестного управления финансовыми ресурсами, что является значимым пунктом для принятия управленческих, в том числе кредитно-инвестиционных решений отдельных групп стейкхолдеров.

Блок параметров, отражающих деятельность организации по охране окружающей среды и социальной ответственности бизнеса, важно анализировать для обеспечения устойчивого развития и непрерывности деятельности экономического субъекта.

Анализ системы корпоративного гавернанса, применяемой коммерческой организацией, является ключевым элементом разработанной системы, поскольку определяет этичность ведения деловой активности. Применение наилучших деловых практик создает положительную деловую репутацию, обусловленную доверием к экономическому субъекту ключевыми заинтересованными сторонами, вследствие чего угроза непрерывности деятельности стремится к нулю, а устойчивое развитие – к бесконечности. Положительная деловая репутация во многом обуславливает инвестиционную привлекательность экономического субъекта, и, как следствие, возможно, его хорошее финансовое состояние.

Для количественного измерения качественных параметров в исследовании использовались две порядковые шкалы. Первая шкала предполагает три градации: если

экономический субъект раскрывает ту или иную отчетную информацию на достаточном уровне, присваивается 1 балл, если на среднем уровне, то 2 балла, если на низком уровне – 3 балла. Вторая шкала имеет две градации: если организация раскрывает определенную информацию, ставится 1 балл, если не раскрывает, то ставится 2 балла.

За рыночную стоимость была принята рыночная капитализация как наиболее чувствительный показатель, отражающий кредитно-инвестиционные настроения в отношении данной организации со стороны ключевых стейкхолдеров.

Показатели рыночной капитализации анализируемых экономических субъектов, выраженные в абсолютном значении, условно были разбиты на три группы. В первую группу вошли экономические субъекты с высокой рыночной стоимостью в интервале от 5 370 810 млн руб. до 58 711 млн руб. Им была дана оценка – 1 балл. Во вторую группу включены организации со средней рыночной стоимостью, колеблющейся

от 58 047 млн руб. до 5 218 млн руб. Они были оценены в 2 балла. В третью группу вошли организации с низкой рыночной стоимостью в интервале от 3 655 млн руб. до 3,78 млн руб. Их оценка – 3 балла.

На основе корреляционного анализа был рассчитан «коэффициент Спирмена» и «критерий Лямбда» Уилксона. Полученные после расчетов данные позволили разработать критерии анализа рыночной стоимости коммерческой организации с учетом наиболее значимых качественных характеристик, воздействующих на рыночную стоимость экономического субъекта. При этом корреляционный анализ «коэффициентов Спирмена» и анализ «критериев Лямбда» Уилксона показали схожие результаты (табл. 1).

Согласно данным таблицы 1, сильная степень корреляции наблюдается между уровнем раскрытия информации о бизнес-процессах и рыночной стоимостью коммерческой организации (рыночной капитализацией), поскольку по шкале корреляции «коэффициента Спирмена» попадает в интервал от 0,7 до 0,9.

Таблица 1

Критерии анализа рыночной стоимости коммерческой организации в контексте транспарентности отчетности

Критерии анализа	Коэффициент Спирмена	Критерий Лямбда Уилксона
1. Раскрытие информации о бизнес-процессах	0,747	0,000
2. Раскрытие информации о системе корпоративного гавернанса	0,510	0,000
3. Разработка целевых показателей эффективности деятельности	0,351	0,000
4. Раскрытие информации о динамике продаж	0,286	0,002
5. Раскрытие информации об участниках управления рисками и их функциях	0,501	0,000
6. Раскрытие информации о выпуске облигаций	0,401	0,000
7. Раскрытие информации о мероприятиях, проводимых организацией в целях обеспечения экологической безопасности	0,382	0,000
8. Раскрытие информации о мероприятиях, проводимых организацией в области охраны труда и промышленной безопасности	0,364	0,000
9. Раскрытие информации о мероприятиях, проводимых организацией в сфере обучения персонала	0,342	0,000
10. Раскрытие информации о программах вложения в социальную инфраструктуру	0,593	0,000
11. Раскрытие информации о структуре комитета по аудиту (три независимых члена)	0,507	0,000
12. Раскрытие информации о предупредительных мерах нарушения деловой этики	0,625	0,000

Источник: разработано автором по результатам исследования.

Соответствие критериям анализа рыночной стоимости в контексте прозрачности отчетности

	ПАО «МРСК Сибири»	ПАО «МРСК Волги»	ПАО «МРСК Урала»	ПАО «ДЭСК»
Присвоено баллов из 12	7	9	7	3
% соответствия критериям прозрачности отчетности	58,3	75,0	58,3	25,0

Источник: составлено автором по результатам исследования.

Недостаточное раскрытие такой информации большинством российских организаций, в особенности со средней и низкой рыночной стоимостью, является большой проблемой для анализа российского бизнеса, поскольку в целом снижает доверие со стороны ключевых стейкхолдеров, и, как следствие, его инвестиционную привлекательность. Возможная причина такого положения заключается в отсутствии квалифицированных кадров, составляющих отчетность экономических субъектов, и в недооценке важности раскрытия такой информации.

Средняя степень корреляции по шкале корреляции «коэффициентов Спирмена», попадающая в интервал от 0,5 до 0,7, наблюдается между уровнем рыночной стоимости экономического субъекта и раскрытием информации о системе корпоративного гавернанса. Это означает, что в целом многие российские организации не имеют в структуре управления достаточного количества независимых членов. Поэтому возможны неэтичные действия со стороны руководства организаций на разных уровнях, и это может снижать степень доверия к экономическому субъекту со стороны ключевых стейкхолдеров и, как следствие, его инвестиционную привлекательность. Средняя степень корреляции также присутствует между уровнем рыночной стоимости и раскрытием информации об участниках управления рисками и их функциях; между уровнем рыночной стоимости и раскрытием информации о программах вложения в социальную инфраструктуру. Обычно такие вложения осуществляют крупные компании с высокой рыночной капитализацией для увеличения своего престижа. Средняя степень корреляции также имеется между уровнем рыночной стоимости и раскрытием информации о структуре комитета по аудиту.

Слабая корреляция в интервале от 0,2 до 0,5 наблюдается у оставшихся критериев

анализа. Это значит, что достаточное количество организаций, акции которых котируются на Московской бирже, со средней, а в отдельных случаях и с низкой рыночной стоимостью, пытаются равняться на экономические субъекты с высокой рыночной стоимостью.

По «критерию Лямбда» Уилсона анализируемые параметры являются значимыми, если рассчитанная значимость для каждой характеристики меньше 0,05 (уровень значимости – 5%). Такие значения имеют все указанные критерии [2].

Для анализа была выбрана организация ПАО «Дагестанская энергосбытовая компания». Она относится к третьей группе по уровню рыночной стоимости (низкой). Для сравнительного анализа использовались данные организаций, относящихся к этой же отрасли: ПАО «МРСК Сибири», ПАО «МРСК Волги», ПАО «МРСК Урала». Они относятся ко второй группе по уровню рыночной капитализации (средней). Вопрос состоит в том, чем обусловлено различие в рыночной стоимости анализируемой и сравниваемых организаций.

Рыночная стоимость четырех экономических субъектов была проанализирована в контексте прозрачности отчетности. Напротив каждого критерия, представленного в таблице 2, были проставлены «+» или «-» в зависимости от степени раскрытия информации в отчетности. Общие результаты представлены в таблице 2.

Согласно данным таблицы 2, ни одна из рассматриваемых организаций не прошла анализ соответствия критериям рыночной стоимости организации в контексте прозрачности отчетности на 100%. Это обусловлено тем, что ни одна из них не принадлежит к первой группе – группе организаций с высокой рыночной стоимостью. Ни одна из организаций не удовлетворяет в полной мере критерию раскрытию информации о бизнес-процессах, однако три срав-

ниваемые организации из второй группы (ПАО «МРСК Сибири», ПАО «МРСК Волги», ПАО «МРСК Урала») удовлетворяют критерию раскрытия информации о предупредительных мерах нарушения деловой этики. Процент соответствия критериям полноты раскрытия отчетной информации ПАО «Дагестанской энергосбытовой компании» отличается от процента соответствия сравниваемых организаций более, чем в два раза. Этот факт может подтверждать их различие в уровне рыночной стоимости. По итогам анализа критериев соответствия были определены проценты раскрытия наиболее значимой отчетной информации, которые будут использованы при разработке поправки в действующую методику анализа рыночной стоимости организации сравнительным методом. Этот факт является дополнением в общую формулу определения рыночной стоимости бизнеса.

Исходные формулы определения рыночной стоимости организации (рыночной капитализации) имеют следующий вид:

$$СБ (РК) = В \times M_1 \times D_1 + А \times M_2 \times D_2, (1)$$

где СБ (РК) – стоимость бизнеса (рыночная капитализация); В – выручка; M_1 – мультипликатор по выручке (РК / В); D_1 – доля средневзвешенного значения мультипликатора M_1 ; А – активы; M_2 – мультипликатор по активам (РК / А); D_2 – доля средневзвешенного значения мультипликатора M_2 .

$$СБ (РК) [6] = \text{цена 1 акции} \times \text{количество выпущенных акций} (2)$$

В расчете рыночной стоимости ПАО «Дагестанской энергосбытовой компании»

были выбраны показатели выручки и активов по балансовой стоимости. Представим исходные и расчетные данные рассматриваемых организаций в таблице 3.

В соответствии с данными таблицы 3 рассчитаем рыночную стоимость ПАО «Дагестанской энергосбытовой компании» по исходной формуле:

$$\begin{aligned} СБ (РК) &= 11\,714\,944 \times 0,3 \times 0,54 + \\ &+ 5\,022\,091,5 \times 0,26 \times 0,46 = \\ &= 2\,477\,984,7 \text{ тыс. руб.} \end{aligned}$$

Рассчитанная величина стоимости бизнеса (рыночной капитализации) ПАО «Дагестанской энергосбытовой компании» значительно отличается от фактического значения, равного 562 000 тыс. руб. на 1 915 984,7 млн руб. – это в 4,4 раза больше. Это может свидетельствовать о существенной доле неучтенных факторов, требующих сравнительного анализа с аналогичными организациями.

В исследовании делается предположение о том, что такой разрыв в значениях рыночной стоимости (капитализации) может быть обусловлен тем, что в действующей методике не учитывается высокая степень чувствительности рыночной капитализации к степени раскрытия отчетной информации и соответствующего формирования мнения об организации со стороны ключевых заинтересованных сторон. Поэтому для исключения указанного аналитического пробела предлагается следующая поправка в действующую методику анализа: включение процентного критериального соответствия рыночной стоимости организации в контексте прозрачности отчетности.

Таблица 3

Формирование рыночной стоимости организации

Показатель	ПАО «МРСК Сибири»	ПАО «МРСК Волки»	ПАО «МРСК Урала»	ПАО «ДЭСК»	Взвешенные значения
Капитализация, тыс. руб. [5]	20 897 000	17 362 000	15 160 000	?	-
Выручка, тыс. руб.	55 628 634	63 591 361	89 625 169	11 714 944	-
Активы, тыс. руб.	75 907 786,5	63 529 040	69 149 717,5	5 022 091,5	
Мультипликатор (капитализация / выручка, дол.)	0,38	0,27	0,17	-	0,30
Мультипликатор (капитализация / активы, дол.)	0,28	0,27	0,22	-	0,26
% соответствия критериям прозрачности отчетности	0,583	0,75	0,583	-	0,65

Источник: разработано автором по результатам исследования.

Следовательно, с поправкой автора общая формула определения рыночной стоимости организации (рыночной капитализации) будет выглядеть следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{СБ (РК)} = & В \times M_1 \times D_1 + \\ & + А \times M_2 \times D_2 + \%КС \times РК \times D_3, \end{aligned} \quad (3)$$

где СБ (РК) – стоимость бизнеса (рыночная капитализация); В – выручка; M_1 – мультипликатор по выручке ($РК / В$); D_1 – доля средневзвешенного значения мультипликатора M_1 ; А – активы; M_2 – мультипликатор по активам ($РК / А$); D_2 – доля средневзвешенного значения мультипликатора M_2 ; %КС – процент критериального соответствия; D_3 – доля средневзвешенного значения критериального соответствия.

Тогда:

$$\text{СБ (РК)} = 11\,714\,944 \times 0,3 \times 0,25 + 5\,022\,091,5 \times 0,26 \times 0,21 + 0,65 \times 0,54 \times (РК);$$

$$\text{СБ (РК)} = 1\,152\,827 + 0,351 \times (РК);$$

$$\text{СБ (РК)} - 0,351 \times (РК) = 1\,152\,827;$$

$$(1 - 0,351) \times \text{СБ (РК)} = 1\,152\,827;$$

$$\text{СБ (РК)} = 1\,776\,313 \text{ тыс. руб.}$$

Разница между стоимостями, рассчитанными по классической формуле и по формуле с поправкой, отличаются на 701 671,7 млн руб. В случае, если масштабы деятельности у ПАО «Дагестанской энергосбытовой компании» были бы такими же, как у сравниваемых организаций, то отклонение в 701 671,7 млн руб. могло бы считаться величиной недополучения приращения в ее рыночной стоимости (рыночной капитализации) при условии, что отсутствуют неучтенные факторы, оказывающие значительное влияние на рыночную стоимость (рыночную капитализацию) организации.

Однако полученная расчетная величина рыночной стоимости (капитализации) также далека от фактической величины.

В связи с тем, что величины выручки и активов слабо реагируют на изменение мнений ключевых стейкхолдеров о деятельности, осуществляемой экономическим субъектом, предлагается изменить доли средневзвешенных значений мультипликаторов, присвоив наибольшую величину проценту критериального соответствия рыночной стоимости в контексте транспарент-

ности отчетности. Тогда стоимость бизнеса (рыночной капитализации) будет иметь следующее значение:

$$\begin{aligned} \text{СБ (РК)} = & 11\,714\,944 \times 0,3 \times 0,05^* + \\ & + 5\,022\,091,5 \times 0,26 \times 0,05^* + \\ & + 0,65 \times 0,9^* \times (РК); \end{aligned}$$

$$\text{СБ (РК)} = 241\,011 + 0,585 \times (РК);$$

$$\text{СБ (РК)} - 0,585 \times (РК) = 241\,011;$$

$$(1 - 0,585) \times \text{СБ (РК)} = 241\,011;$$

$$\text{СБ (РК)} = 580\,750 \text{ тыс. руб.}$$

* 0,05 / 0,05 / 0,9 – доли средневзвешенных значений мультипликаторов подобраны, исходя из гипотезы, согласно которой показатели выручки и активов имеют слабую степень чувствительности к изменениям рыночной капитализации экономического субъекта.

Расчетная величина рыночной стоимости (рыночной капитализации) ПАО «Дагестанской энергосбытовой компании» близка к фактической. Отклонение между ними составляет около 18 750 млн руб. Оно может считаться недополучением приращения рыночной стоимости (рыночной капитализации) вследствие недостаточной степени раскрытия отчетной информации при условии, что значимые факторы, которые могут оказать существенное влияние на рыночную стоимость (рыночную капитализацию), учтены.

Таким образом, в ходе исследования были определены наиболее значимые качественные характеристики, оказывающие наибольшее влияние на рыночную стоимость коммерческой организации. На их основе были разработаны критерии анализа рыночной стоимости экономического субъекта в контексте транспарентности отчетности. Анализ удовлетворения им позволяет определить долю критериального соответствия открытости бизнеса. Этот показатель является дополнительным элементом в общей формуле формирования для сравнительного анализа рыночной стоимости организации. Соответствующая поправка была внесена в общую формулу, которая представляет теоретическую и практическую значимость для анализа рыночной стоимости экономических субъектов в части расчета ее возможной величины и величины недополучения соответствующего приращения.

Библиографический список

1. Международный стандарт интегрированной отчетности [Электронный ресурс]. URL: http://integratedreporting.org/wp-content/uploads/2015/03/13-12-08-THE-INTERNATIONAL-IR-FRAMEWORK.docx_en-US_ru-RU.pdf (дата обращения: 25.04.2021).
2. Бююль А., Цёфель П. SPSS: искусство обработки информации. Анализ статистических данных и восстановление скрытых закономерностей: пер. с нем. / Ахим Бююль, Петер Цёфель. СПб.: ООО «ДиасофтЮп», 2005. 608 с.
3. Ларченко А.П. Оценка бизнеса. Подходы и методы. СПб.: «PR Team», 2008. 59 с.
4. Никифорова Н.А. К вопросу о концепции развития публичной нефинансовой отчетности в России // Учет, анализ и аудит: новые задачи в обеспечении безопасности и ответственность перед бизнесом: сборник научных статей по итогам VI международной межвузовской научно-практической конференции. М., 2020. С. 259-269.
5. Московская биржа [Электронный ресурс]. URL: <https://www.moex.com/a7080> (дата обращения: 12.04.2021).
6. Business Valuation Standarts // American Society of Appraisers. – November 2005. [Электронный ресурс]. URL: <http://www.bvappraisers.org/glossary/> (дата обращения: 12.04.2021).