

Кравченко В. В.

*аспирант кафедры экономической теории
Донбасской государственной машиностроительной академии*

РАЗРАБОТКА БАЛАНСОВЫХ МНОЖИТЕЛЕЙ КАК ОСНОВЫ ФОРМИРОВАНИЯ ЦЕНЫ КОРПОРАТИВНОГО ПРЕДПРИЯТИЯ

В статье исследуется методический подход к разработке балансовых множителей - инструментов, позволяющих быстро и адекватно оценивать стоимость корпораций.

Предложенная модель балансового мультипликатора позволяет определить ориентировочную стоимость корпорации и спрогнозировать тренд будущей динамики изменения стоимости компании на фондовом рынке.

Ключевые слова: балансовый множитель, стоимость корпорации, фондовый рынок, рыночная капитализация, балансовая стоимость.

Формулировка проблемы. В мировой практике проблема управления стоимостью корпорации стала одной из ключевых проблем, поскольку по динамике показателя стоимости компании инвесторы судят об эффективности ее развития и качестве менеджмента.

Анализ последних исследований и публикаций. В фундаментальных исследованиях, посвященных обозначенной проблеме [1-4, 7, 8], анализируются критерии, которые необходимо заложить в базовую основу построения теории управления стоимостью корпорации. Концепция управления стоимостью трактуется различными экономистами как процесс, подход, система индикаторов, ориентир, идеология стратегического управления. Предложена идея ранжирования стоимостных факторов по трем уровням: корпоративный, функциональный, оперативный. В экономической литературе используются различные

критерии при классификации факторов стоимости [6, с. 64], позволяющие отражать причины возникновения тех или иных стоимостных факторов.

Нерешенные части проблемы. Из существующих в настоящее время методов оценки стоимости корпорации, соответствующих различным целям оценки, в Украине не нашел применения метод балансовых множителей (отношение рыночной капитализации к балансовой стоимости акций). Отечественные аналитические и финансовые компании не рассчитывают и не публикуют балансовые множители для отраслей экономики; торги акциями значительного числа корпораций проходят нерегулярно. В украинской экономической литературе отсутствует само понятие «балансового множителя», хотя, например, в Российской Федерации данные показатели регулярно публикуются (для нефтеперерабатывающей отрасли и других обрабатывающих отраслей экономики) [5, с. 3].

Целью исследования является уточнение методического подхода к разработке балансовых множителей для корпораций тяжелого и транспортного машиностроения Украины.

Основные результаты исследования. Украинский рынок ценных бумаг не в состоянии произвести адекватную рыночную оценку стоимости корпораций. Более того, на отечественном фондовом рынке показатель капитализации корпораций совершенно оторван от стоимости реальных материальных активов. Поэтому, частным и институциональным инвесторам сложно увязать результативность работы корпорации и эффективность ее менеджмента с показателями текущей стоимости акций. В свете сложившихся экономических реалий, когда процесс отделения собственности от управления становится все более ощутимым (в связи со вступлением в силу закона «Об акционерных обществах») возникает необходимость в формировании простых и понятных каждому инвестору инструментов, позволяющих быстро и адекватно оценивать стоимость

объекта инвестирования и принимать соответствующие инвестиционные решения. Одним из таких инструментов являются балансовые множители.

Балансовые множители представляют собой достаточно устойчивое и характерное соотношение между рыночной и балансовой стоимостью компании. Базовой основой определения оценки стоимости предприятия по методу балансовых множителей является расчет стоимости активов компании – балансовой стоимости и оценка прибыльности этих активов, то есть рыночной стоимости предприятия. В мировой практике рыночных отношений балансовая стоимость часто используется как базисная и поэтому традиционно рассматривается в качестве нижней границы диапазона оценки стоимости корпорации.

Подчеркнем, что инвесторы заинтересованы не столько в балансовой стоимости компании, сколько в рыночной, которая отражает мнение рынка относительно стоимости корпорации с учетом перспектив ее развития. В этом смысле для неискушенного инвестора балансовый множитель является универсальным инструментом: он позволяет определить, где находится корпорация, каковы перспективы роста курсов ее ценных бумаг. Если рыночная капитализация компании ниже стоимости, определяемой по методу балансового множителя, то рынок недооценил корпорацию. Последствиями этого могут быть:

- демпинговая скупка компании её конкурентами, так как заниженная рыночная стоимость представляет собой удобный инструмент для поглощения конкурентов и укрупнения бизнеса;

- снижение потока поступления инвестиционных ресурсов в компанию по сравнению с существующей потребностью. Анализ психологии поведения инвесторов свидетельствует, что заниженная стоимость компании, особенно в условиях информационного вакуума, ассоциируется у них с низким уровнем доходности корпорации и с высокими рисками вложения;

– снижение уровня кредитного доверия к компании со стороны различных финансовых организаций. Поскольку акции компании используются в качестве залога для получения кредитных ресурсов, заниженная стоимость ценных бумаг компании негативно отражается на условиях кредитования.

Если рыночная капитализация компании выше стоимости, определяемой по балансовому множителю, то рынок переоценил корпорацию, что объективно вызывает следующие последствия:

– приток большого количества инвесторов, рассчитывающих на получение высокого уровня прибыли в достаточно короткий промежуток времени (завышенная капитализация компании представляет собой своеобразную ловушку для неопытных и слабо информированных инвесторов, для которых расчет на получение дохода в реальности оборачивается большими потерями после переоценки рынком ценных бумаг корпорации);

– завышенная цена на акции некоторых предприятий в условиях ограниченных финансовых возможностей отечественных инвесторов (прежде всего это касается домохозяйств), снижает ликвидность ценных бумаг таких компаний и, следовательно, ограничивает поступление инвестиций.

Использование методики расчета балансовых множителей может оказать большую помощь в процессе ранжирования компаний по критерию неоцененности стоимости их ценных бумаг. Информация о балансовых множителях должна носить общедоступный характер и постоянно подвергаться обновлению и корректировке. В мировой практике основную нагрузку по формированию предпочтений инвесторов, а также расчету рыночной стоимости ценных бумаг компаний, в том числе и с использованием метода балансовых множителей, осуществляют независимые аналитические рейтинговые агентства, что, с нашей позиции,

является наиболее логичным и правильным решением. Однако условия развития экономических отношений в Украине не позволяют отечественным аналитическим компаниям качественно производить расчет рыночной стоимости ценных бумаг и тем более публиковать данные о балансовых множителях по ряду причин:

1) ограниченного доступа к достоверной информации об истинном финансовом положении и корпоративном управлении компании. Менеджеры украинских корпораций, по-прежнему в своем большинстве, демонстрируют слабую заинтересованность в увеличении рыночной стоимости ценных бумаг, управляемых ими компаний;

2) аналитические рейтинговые компании, функционирующие на украинском финансовом рынке, очень малочисленны и находятся в стадии становления. Мнение отечественных экспертов финансового рынка не является таким определяющим для инвестора, как в условиях развитого фондового рынка, где аргументированное исследование какой-либо компании, проведенное уважаемым на рынке аналитическим агентством, способно существенно поднять стоимость акций этого предприятия. Несмотря на это обстоятельство, по мнению многих экспертов, спрос на услуги отраслевых аналитиков в Украине с каждым годом растет. Таким образом, учитывая вышеперечисленные причины, функции финансовых аналитиков, в том числе и по расчету балансовых множителей в Украине, следует возложить на Национальную комиссию по ценным бумагам и фондовому рынку.

При использовании на практике метода балансовых множителей следует учитывать, что он как другие рыночные методы оценки акций имеет свои ограничения. Под них подпадают, в основном, компании добывающих отраслей, поскольку, во-первых, они сильно зависят от экономической ренты, а, во-вторых, имеется сложность в оценке запасов сырья, определяющих горизонты добычи и будущие доходы предприятий.

Кроме того, добывающие корпорации значительно зависят от конъюнктуры мирового рынка, на котором часто формируются цены на стратегическое сырье.

Напротив, перерабатывающие корпорации, особенно предприятия, имеющие длительный технологический цикл производства, который обеспечивает получение ими долгосрочных заказов, имеют более устойчивое положение, отражающееся на рыночной стоимости их активов. Поэтому для предприятий тяжелого и транспортного машиностроения Украины имеет смысл определять и публиковать балансовые множители. Кроме того, мы считаем необходимым акцентировать внимание на следующих особенностях данного параметра:

а) балансовый множитель является отраслевым показателем, и поэтому при его определении необходимо учитывать специфику конкретной отрасли;

б) для расчета балансового множителя отбирается репрезентативная группа компаний, которые представляют собой профиль отрасли;

в) целесообразность использования параметра балансового мультипликатора для оценки рыночной стоимости компании определяется степенью ликвидности её ценных бумаг, т.е. использование множителя становится эффективным только при условии, что акции анализируемого предприятия часто выставляются на торги и по ним регулярно определяются котировки.

На наш взгляд, методика расчета балансового множителя должна выстраиваться в следующей логической последовательности:

- отбор предприятий-аналогов в репрезентативную группу компаний;
- сбор необходимых данных для формирования информационной базы по отобранной группе предприятий;
- определение величины балансового множителя;

– определение корректирующих коэффициентов, с учетом отраслевых особенностей;

– внесение итоговых корректировок и оценка полученных результатов.

Отбор компаний в репрезентативную группу должен осуществляться на основе определенных критериев, главными из которых являются:

1) доля контроля рынка, закрепленная за корпорацией;

2) степень известности компании, отражающая не только уровень устойчивого спроса на продукцию предприятия, но его деловую репутацию;

3) степень ликвидности ценных бумаг компании-эмитента.

В исходном варианте методика расчета балансового множителя имеет вид:

$$BM = \frac{MV}{BV}, \quad (1)$$

где BM – величина отраслевого балансового множителя;

MV – среднегодовая величина капитализации ведущих корпораций отрасли;

BV – балансовая стоимость ведущих корпораций отрасли.

Применение модели расчета балансового множителя для условий отечественного фондового рынка нуждается в дополнительных обоснованиях и корректировках. Поскольку большая часть корпоративных ценных бумаг в Украине котируется ниже своей балансовой стоимости, а менеджеры не проявляют заинтересованности в увеличении их рыночной стоимости и, как правило, занижают реальные доходы компаний, использование зарубежных методов и моделей в их исходном виде приводит к неадекватной оценке и искажению результатов анализа. С учетом условий развития машиностроительной отрасли и фондового рынка

в Украине, мы предлагаем следующую модель расчета отраслевого балансового множителя:

$$BM = \sum \frac{P^*n}{BV} k_1 \times k_2 \times k_3, \quad (2)$$

где P^*n – среднегодовая рыночная капитализация ведущих компаний отрасли;

BV – балансовая стоимость ведущих корпораций отрасли;

k_1 – показатель степени мировой известности ведущих корпораций отрасли;

k_2 – коэффициент рейтинговой оценки внешних факторов, оказывающих влияние на стоимость репрезентативной группы корпораций;

k_3 – коэффициент рейтинговой оценки внутренних факторов, оказывающих влияние на стоимость репрезентативной группы корпораций.

Предлагаемые нами корректировочные коэффициенты учитывают как специфику развития трансформационной экономики Украины – рейтинговая оценка внешних факторов, оказывающих влияние на стоимость компании, так и условия развития отрасли и компании – показатель степени мировой известности компании и рейтинговая оценка внутренних факторов влияния.

Рейтинг крупнейших машиностроительных компаний Украины, который ежегодно публикует журнал «ТОП-100. Рейтинги лучших компаний Украины», позволяет произвести более качественный отбор предприятий, формирующих расчетную базу данных для определения отраслевого балансового множителя, поскольку учитывает одновременно два основополагающих критерия: долю контроля рынка, принадлежащую корпорации, и степень её известности. Основу репрезентативной группы

компаний, отобранных на базе рейтинга, составили корпорации, доля контроля рынка которых составляет более 2% от всего объема выпуска отрасли. Брать в базу расчета балансового множителя более мелкие компании не имеет смысла, так как их воздействие на рыночную конкуренцию и ценовую политику незначительно. Расчет базового показателя балансового множителя в соответствии с разработанной моделью (формула 2) для отрасли тяжелого и транспортного машиностроения представлен в табл. 1. Информационной базой для исходных значений послужили финансовые отчеты корпораций и котировки фондового рынка Украины на июнь 2012 года.

Диапазон рассеивания значений показателя балансового множителя составляет 0,2-2,18 рыночной стоимости компании (рис. 1). Рыночная стоимость корпорации, определённая с использованием балансового множителя, рассчитывается по формуле 3:

$$S_i = A_i * BM, \quad (3)$$

где S_i – рыночная инвестиционная стоимость i – й компании, рассчитанная с использованием отраслевого балансового множителя;

A_i – балансовая стоимость активов i – й компании;

BM – отраслевой балансовый множитель.

Для определения инвестиционной стоимости компании используем формулу 4:

$$S_{RI} = A_i * BM_i, \quad (4)$$

где S_{RI} – рыночная инвестиционная стоимость компании, рассчитанная с использованием индивидуального балансового множителя i – й компании;

BM_i – балансовый множитель i – й компании.

Если $S_{RI} < S_i$ – компания переоценена рынком, т.е. её индивидуальная инвестиционная стоимость ниже рыночной. Инвестиции в такую компанию связаны с дополнительным риском. Если $S_{RI} > S_i$ – компания

недооценена рынком и её индивидуальная инвестиционная стоимость выше рыночной. Инвестиции в акции такой компании могут принести инвестору дополнительную прибыль.

Таблица 1

Расчет показателя балансового множителя для машиностроительной отрасли Украины

Корпорации	Среднегодовая рыночная капитализация, млн. грн.	Балансовая стоимость, млн. грн.	Показатель степени мировой известности	Коэфф-т рейтинговой оценки внешних факторов	Коэфф-т рейтинговой оценки внутренних факторов	Балансовый множитель
Мотор Сич	1557,059	2556	0,75	1,089	1,04	0,47
МЗТМ	225,124	320,6	0,22	1,311	1,2	0,2
Стахановский вагоностроительный завод	553,334	940,67	0,97	1,18	1,12	0,63
Сумское НПО им. М. В. Фрунзе	2472,336	3556,83	1,04	1	1	0,72
Азовмаш	139,152	194,81	0,63	1,2	1,16	0,51
Запорожтрансформатор	3315,375	5138,83	1,31	1,27	1,28	1,095
Крюковский вагоностроительный завод	1949,552	3314,24	1,02	1,04	1,32	0,79
НКМЗ	558,285	667,12	2,3	1,13	1,08	2,18
Энергомашспецсталь	86,55	129,83	0,92	1,36	1,24	0,75
Дружковский машиностроительный завод	373,56	747,12	0,7	1,4	1,36	0,47
Отраслевой показатель						0,8

Рассчитано по: [9, 10]

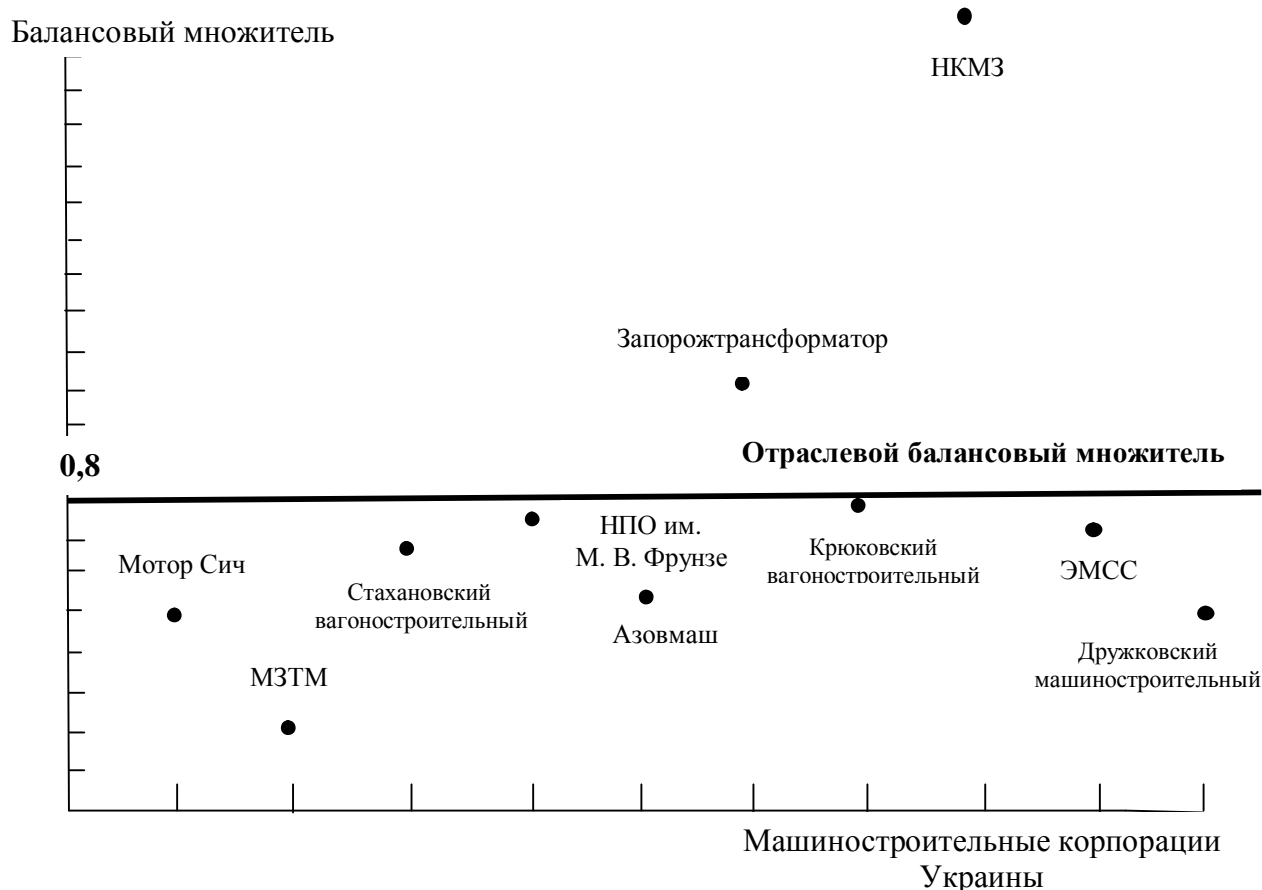


Рис. 1. Разброс значений балансовых множителей машиностроительных корпораций Украины

Выводы. 1) Предложен подход, позволяющий неискушенному инвестору на основе простого сравнительного анализа балансового множителя конкретной корпорации тяжелого и транспортного машиностроения Украины и отраслевого балансового множителя определить потенциал роста компании в виде ее инвестиционной стоимости.

2) В отраслях, в которых наблюдается достаточно стабильное и характерное соотношение между рыночной капитализацией и балансовой стоимостью компании, балансовый множитель становится достаточно надежным инструментом оценки стоимости корпорации.

Дальнейшие направления исследований. Полученное значение балансового множителя для отрасли тяжелого и транспортного машиностроения Украины является более низким по сравнению с

аналогичными показателями инвестиционных фондовых рынков (например, Российской Федерации). Это подтверждает ранее сделанный вывод о недооценке украинских машиностроительных корпораций и требует разработки такого инструментария управления их стоимостью, который позволит в процессе управления планомерно повышать их стоимостную оценку.

Список использованной литературы

1. Аккоф Р. Планирование будущего корпорации: Пер. с англ. – М.: Сирин, 2002. – 256с.
2. Валдайцев С. В. Оценка управления стоимостью предприятия: учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА. 2002 – 720с.
3. Гончаров В. М., Макаренко М. В., Ольшанський О. В., Гончаров Є. В. Управління ефективним функціонуванням машинобудівних підприємств: Монографія / Під заг. ред. В. М. Гончарова. – Донецьк: СПД Купріянов В. С. – 2007. – 218с.
4. Коупленд Том, Коллер Тим, Мурин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576с.
5. Лейфер Л. А., Дубровкин А. В. Мультипликаторы для оценки акций на основе балансовой стоимости чистых активов. Из материалов Клуба оценщиков Appraiser.ru [Электронный ресурс]: – Режим доступа www.cfin.ru/finanalysis/value/multi_bal.shtml.
6. Мендрул О. Г. Управління вартістю підприємства: Монографія. – К.: КНЕУ, 2002. – 272с.
7. Момот Т. В. Вартісно-орієнтована корпоративне управління: від теорії до практичного впровадження: Монографія. – Харків: ХНАМГ, 2006. – 380с.

8. Панков В. А. Управление стоимостью наукоемкого машиностроительного предприятия: теория и практика. – К.: Наукова думка, 2003. – 424с.
9. Підсумки торгів на ПФТС [Электронный ресурс]. – Режим доступа: // <http://www.pfts.com/uk/trade-results/>.
10. Підсумки торгів на Українській біржі [Электронный ресурс]. – Режим доступа: // <http://www.ux.ua/a3913/?nt=304>

КРАВЧЕНКО В. В. РОЗРОБКА БАЛАНСОВИХ МНОЖНИКІВ ЯК ОСНОВИ ФОРМУВАННЯ ЦІНИ КОРПОРАТИВНОГО ПІДПРИЄМСТВА

В статті досліджується методичний підхід до розробки балансових множників – інструментів, що дозволяють швидко і адекватно оцінювати вартість корпорації. Запропонована модель балансового мультиплікатора дозволяє визначити орієнтовну вартість корпорації і спрогнозувати тренд майбутньої динаміки змін вартості компанії на фондовому ринку.

Ключові слова: балансовий множник, вартість корпорації, фондовий ринок, ринкова капіталізація, балансова вартість.

KRAVCHENKO V. V. DEVELOPMENT OF BALANCE FACTORS AS A BASIS OF FORMATION OF PRICES OF CORPORATE ENTERPRISE

The methodical approach by development of balance multipliers - instruments, allowing quickly and adequately to estimate the cost of corporations is investigate in the article. The offered model of balance multiplication makes it in possible to define the oriented cost of corporation and predict the trend of future dynamics of change the cost of company at the fund market

Key words: balance factor, the value of the Corporation, the stock market, and the market capitalization, book value.