

Императив учёта корпоративной устойчивости российских публичных компаний при оценке их стоимости в условиях неопределённости

Заявка № 1303569

Согласно доходному подходу, стоимость компании формируется предстоящими денежными поступлениями, связанными с владением её акциями, но будущее характеризуется фундаментальной неопределённостью, на чём акцентируют внимание современные теоретики[1] и практики[4]. Общепринятым инструментом оценки стоимости компании является DCF, первое слагаемое которого заимствовано из методологии оценки инструментов с фиксированным доходом[2], а второе, т.н. терминальная стоимость (TV), по замечанию её автора, «применимо только в условиях определённости»[6], к зрелым компаниям, функционирующим на стабильных рынках, вышедшим на траекторию устойчивого роста. Очевидно противоречие между предпосылками модели оценки и вызовами времени. Острота установленной проблемы усугубляется динамикой среднего жизненного цикла корпорации: согласно отчёту McKinsey[3], средний срок нахождения корпорации в индексе S&P 500 сократился с шестидесяти одного года в 1958г. до восемнадцати лет в 2011г., тогда как до 70% стоимости компании формируется в постпрогнозном периоде[5], а его начало может относиться к одиннадцатому году. Указанные вводные определяют постановку ключевого вопроса: как отличить компании, способные выживать в долгосрочной перспективе, и, как итог, не проинвестировать в бизнес, чей срок жизни ограничивается условными средними восемнадцатью годами?

Анализ котировок акций с точки зрения общепринятых для финансовой науки концепций доходности и риска позволил сгруппировать компании для дальнейшей идентификации факторов выживания, составляющих в терминах доклада корпоративную устойчивость (КУ).

Факторы КУ отобраны с применением управленческого подхода, в частности, теории ресурсной зависимости[6], и институционального подхода. Переменные интереса составили:

- 1) наличие собственной ресурсной базы;
- 2) диверсификация конечных продуктов;
- 3) горизонтальная интеграция;
- 4) регистрация предприятия в зарубежной юрисдикции и исключение контролирующего государственного участия в капитале компании;
- 5) соответствие технологическому укладу;

Для оценки значимости и знаков коэффициентов в качестве зависимых переменных полной доходности применялись усреднённые величины (MWR, TWR, Alpha), что представляется предпочтительным с точки зрения устранения специфики отдельных периодов и позволяет сконцентрироваться на особенностях бизнес-моделей компаний. В качестве переменной риска был принят коэффициент вариации. Выборку исследования составили российские публичные компании, имевшие листинг в индексе ММВБ на 31.12.2022, за анализируемый период принят интервал 2005-2022 гг. Небольшой размер выборки позволил выявить специфические черты предприятий различных отраслей, составляющих ядро российской экономики и представляющих наибольший интерес для всех категорий инвесторов, и определить закономерности доходности-риска их акций несмотря на исключительное своеобразие каждого из элементов выборки.

Формализация переменных интереса, проведение регрессии пространственных данных и построение рейтинга компаний на основании полученных коэффициентов позволило получить следующие результаты, релевантные для различных категорий пользователей:

1. Для общей практики оценки бизнеса:

а) бизнес-модель, а не отраслевая принадлежность является ключом к разграничению компаний по соответствию предпосылкам TV: 88% компаний выборки с рейтингом КУ>медиана показали доходность выше безрисковой, 59% компаний в дополнение к этому показали волатильность ниже рыночной. Отраслевая специфика при этом оказалась незначимой;

б) большинство компаний выборки, рассматриваемых в качестве аналогов для проведения сравнительного анализа, таковыми не являются, что подтверждено разбросом их доходностей. Тенденция наиболее очевидно проявляется в отраслях добыча и переработка металлов, нефтегаз, финансы. Применение методологии КУ позволяет учесть различие в их бизнес-моделях и повысить точность анализа.

2. Для инициаторов сделок M&A и менеджмента:

выбирая между вертикальной и горизонтальной интеграцией бизнеса, более предпочтительным является первый вариант. Шесть из семи вертикально («назад» и «вперёд») интегрированных предприятий показали доходность выше индекса MCFTR при сопоставимом уровне риска, когда занимающие олигопольное положение фирмы пополам распределились на обыгравшие рынок и уступившие в доходности безрисковой ставке.

3. Для портфельных управляющих:

а) шесть компаний выборки показали доходность выше рыночной при волатильности ниже рыночной, что свидетельствует об очевидной неэффективности рынка относительно фактора КУ и возможности реализации Alpha.

б) не рекомендуется принимать решение об инвестировании на основании отраслевой принадлежности: доходности компаний абсолютного большинства отраслей пополам распределились между обыгравшими рынок и показавшими доходность ниже безрисковой ставки;

в) все конгломераты и все компании с контролирующим государственным участием показали доходность ниже безрисковой;

г) вложения в компании индустрии 4.0. без учёта особенностей бизнеса не является гарантией доходности. Все технологические компании показали результат ниже рынка, преимущественно ниже безрисковой ставки;

Источники и литература

- 1) Akerlof G. Behavioral Macroeconomics and Macroeconomic Behavior // The American Economic Review. 2002. № 3 (92). С. 411–433.
- 2) Cifuentes A. The Discounted Cash Flow (DCF) Method Applied to Valuation: Too Many Uncomfortable Truths // SSRN Electronic Journal. 2016.
- 3) Desmet D. [и др.]. Six building blocks for creating a high-performing digital enterprise | McKinsey. 2015.
- 4) Hugh G. Courtney, Jane Kirkland, S. Patrick Viguerie Strategy under uncertainty | McKinsey [Электронный ресурс]. URL: <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/strategy-under-uncertainty#/>
- 5) Mauboussin M. J., Callahan D. C. Everything Is a DCF Model A Mantra for Valuing Cash-Generating Assets. 2021.
- 6) Pfeffer J., Salancik G. R. The external control of organizations / J. Pfeffer, G. R. Salancik, New York: Harper & Row, 1978.
- 7) Rubinstein M. Great Moments in Financial Economics: I. Present Value // Journal Of Investment Management. 2003. № 1 (1).