

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации»

На правах рукописи

Волков Максим Александрович

АНАЛИЗ ФАКТОРОВ ФОРМИРОВАНИЯ
АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ
С УЧЕТОМ ТРЕБОВАНИЙ
ЗАИНТЕРЕСОВАННЫХ СТОРОН

08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика

АВТОРЕФЕРАТ
диссертации на соискание
ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель

Ефимова Ольга Владимировна,
доктор экономических наук, профессор

Москва – 2021

Диссертация представлена к публичному рассмотрению и защите в порядке, установленном ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» в соответствии с предоставленным правом самостоятельно присуждать ученые степени кандидата наук, ученые степени доктора наук согласно положениям пункта 3.1 статьи 4 Федерального закона от 23 августа 1996 г. № 127-ФЗ «О науке и государственной научно-технической политике».

Публичное рассмотрение и защита диссертации состоится 15 сентября 2021 г. в 12:00 часов на заседании диссертационного совета Финансового университета Д 505.001.106 по адресу: Москва, Ленинградский проспект, д. 55, Зал заседаний ученых советов.

С диссертацией можно ознакомиться в диссертационном зале Библиотечно-информационного комплекса ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации» по адресу: 125993, ГСП-3, Москва, Ленинградский проспект, д. 49, комн. 200 и на официальном сайте Финансового университета в информационно-телекоммуникационной сети «Интернет» по адресу: www.fa.ru.

Персональный состав диссертационного совета:

председатель – Булыга Р.П., д.э.н., профессор;
заместитель председателя – Бариленко В.И., д.э.н., профессор;
ученый секретарь – Герасимова Е.Б., д.э.н., профессор;

члены диссертационного совета:
Банк С.В., д.э.н., профессор;
Бычкова С.М., д.э.н., профессор;
Вахрушина М.А., д.э.н., профессор;
Демина И.Д., д.э.н., профессор;
Казакова Н.А., д.э.н., профессор;
Кеворкова Ж.А., д.э.н., профессор;
Королев О.Г., д.э.н., доцент;
Мельник М.В., д.э.н., профессор;
Петров А.М., д.э.н., доцент;
Пласкова Н.С., д.э.н., профессор;
Рожнова О.В., д.э.н., профессор;
Сидорова М.И., д.э.н., доцент.

Автореферат диссертации разослан 22 марта 2021 г.

Ученый секретарь
диссертационного совета
Финансового университета Д 505.001.106,
д.э.н., профессор

Герасимова Елена Борисовна

I Общая характеристика работы

Актуальность темы исследования. На сегодняшний день подавляющее большинство исследователей и аналитиков для целей обоснования управленческих решений, внедрения инноваций, создания условий устойчивого развития используют инструменты анализа и оценки факторов формирования акционерной стоимости компаний, предусматривающие детерминированный подход к определению ключевых показателей. Подобный подход зачастую предполагает агрегирование рисков, в том числе создаваемых под воздействием заинтересованных сторон, что, в свою очередь, ограничивает возможность их дальнейшего анализа и снижает эффективность принимаемых решений.

С точки зрения учета воздействий заинтересованных сторон при принятии управленческих решений существует проблема количественной оценки данных воздействий на акционерную стоимость. Большинство инструментов, получивших широкое распространение при анализе заинтересованных сторон, предполагают качественную характеристику воздействий, при которой в значительной мере преобладают экспертные оценки аналитика. Данное обстоятельство в существенной степени снижает надежность результатов применения методов инвестиционного анализа и обоснованность принимаемых решений.

Возможности анализа влияния заинтересованных сторон ограничены отсутствием результирующего показателя, который позволил бы дать количественную оценку воздействиям различных заинтересованных сторон. В отсутствие данного показателя воздействия заинтересованных сторон оцениваются с позиций общей значимости, силы воздействия, заинтересованности в деятельности компании и иных категорий. Единственным способом оценки указанных категорий является экспертная оценка на основании рейтингов.

Использование показателя акционерной стоимости в качестве агрегированного результирующего показателя позволяет решить указанную проблему. Посредством анализа воздействий заинтересованных сторон на акционерную стоимость возможно ранжировать заинтересованные стороны на основании объективных количественных метрик, раскрыть потенциал создания

акционерной стоимости при взаимодействии с заинтересованными сторонами, оценить неявные риски инвестиционных проектов.

Конвергенция концепций акционерной и стейкхолдерской стоимости, которая наблюдается в течение последних десятилетий, также обуславливает потребность в формировании методического инструментария оценки воздействий заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости.

Существует потребность со стороны практикующих специалистов и исследователей в методике, позволяющей наиболее полно раскрыть потенциал и инвестиционные возможности тех или иных активов и проектов, повысить осведомленность акционеров о значимости заинтересованных сторон, а также количественно оценить вклад каждой заинтересованной стороны в создание акционерной стоимости с целью повышения эффективности управленческих решений. Подобный инструментарий является необходимым условием для синхронизации интересов акционеров и прочих заинтересованных сторон.

Степень разработанности темы исследования. Основными работами, положившими начало теории акционерной стоимости и ее отдельным аналитическим положениям, являются исследования зарубежных ученых Б. Грэхема, Д. Додда, Г. Оппенгеймера, Дж. Уильямса, Ю. Фамы, К. Френча.

Вклад в изучение факторов создания стоимости и развитие методологического аппарата инвестиционного анализа был сделан М. Скоттом, Дж. Абрамсом, С. Беннингом, Р. Брейли, А. Дамодараном, Т. Коллером, Т. Коуплендом, С. Майерсом, Дж. Монтьером, Дж. Муррином и другими.

Основоположниками подхода, ориентированного на управление стоимостью компании (value-based management), являющегося основой предлагаемой методики, являются П. Друкер и А. Раппапорт. Данный подход предполагает принятие стратегических и тактических решений, целью которых является увеличение акционерной стоимости компании. Этот подход широко используется такими консалтинговыми агентствами, как McKinsey, Boston Consulting Group и Bain.

Среди отечественных ученых существенный вклад в разработку методологии управления акционерной стоимостью, а также выявления и анализа факторов ее

формирования внесли В.Р. Банк, И.А. Бланк, П.Л. Виленский, А.Г. Грязнова, Д.А. Ендовицкий, О.В. Ефимова, И.В. Ивашковская, Н.А. Казакова, В.В. Ковалев, В.Г. Когденко, В.Н. Лившиц, И.В. Липсиц, М.В. Мельник, В.Н. Нестеров, Н.С. Пласкова, С.А. Смоляк, М.А. Федотова и другие авторы.

Методы классификации заинтересованных сторон, инструменты анализа их воздействия, а также потребность в управлении акционерной стоимостью посредством использования стейкхолдерского подхода рассмотрены в трудах таких зарубежных ученых, как Т. Дональдсон, Р. Митчелл, Р. Фримен.

Существенный вклад в разработку методов анализа и оценки воздействий заинтересованных сторон на ключевые параметры деятельности организаций внесли следующие отечественные ученые: В.И. Бариленко, Н.С. Батырова, Р.П. Булыга, О.В. Ефимова, И.В. Ивашковская, В.Г. Когденко, М.В. Мельник, Е.В. Никифорова, И.Г. Ушанов, Д.С. Фурта и другие.

Несмотря на существенные разработки в области идентификации и оценки воздействий заинтересованных сторон, следует отметить отсутствие единой методики, позволяющей проводить количественный анализ факторов создания акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон вне зависимости от специфики деятельности анализируемого предприятия, учитывающей вероятностный характер воздействий заинтересованных сторон, применение которой позволило бы использовать широкий спектр количественных методов финансового анализа, эконометрики, математической статистики для целей принятия более эффективных управленческих решений.

Цель и задачи исследования. Целью диссертационной работы является создание комплекса теоретико-методических положений по разработке аналитического инструментария оценки факторов создания акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон.

Исходя из поставленной цели, сформированы следующие задачи:

– осуществить критический анализ подходов к определению акционерной стоимости, а также к выявлению и оценке влияющих на нее факторов в работах отечественных и зарубежных исследователей;

– провести анализ подходов к интеграции воздействия заинтересованных сторон при принятии управленческих решений с учетом идентификации и оценки значимости заинтересованных сторон;

– обосновать методику анализа факторов формирования акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон;

– разработать аналитические показатели количественной оценки воздействия заинтересованных сторон на акционерную стоимость, отражающие степень исполнения требований заинтересованных сторон;

– оценить применимость разработанной методики посредством апробации для решения практических задач.

Объектом исследования является взаимосвязь требований заинтересованных сторон с факторами формирования акционерной стоимости компании.

Предметом исследования являются методы выявления, анализа и оценки факторов создания акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон.

Научная новизна исследования заключается в формировании комплекса теоретико-методических положений по разработке аналитического инструментария, который предполагает использование методов финансового анализа и моделирования, бизнес-анализа, имитационного моделирования, а также основывается на положениях теории заинтересованных сторон с целью синтеза указанных подходов и создания информационно-аналитической базы для принятия управленческих и инвестиционных решений.

Теоретическую значимость работы представляет предложенный методический инструментарий для выявления факторов создания акционерной стоимости, выявления и формулировки гипотез воздействия заинтересованных сторон на данные факторы, а также способы интерпретации полученных сведений для целей принятия управленческих и инвестиционных решений.

Практическая значимость работы обусловлена возможностью применения предложенной методики на практике для анализа и оценки целесообразности

осуществления инвестиций, для анализа потенциала взаимодействия с той или иной заинтересованной стороной, сравнительного анализа заинтересованных сторон в контексте воздействия на акционерную стоимость, а также для аналитического обоснования управленческих решений, направленных на увеличение акционерной стоимости. Сформулированные в процессе исследования выводы могут найти применение в решении ряда конкретных задач, связанных с информационным, аналитическим, организационным и методическим обеспечением принятия управленческих решений, формированием релевантной информации для заинтересованных пользователей об эффективности процесса создания акционерной стоимости.

Методология и методы исследования. В процессе диссертационного исследования использовались общенаучные методы познания: анализ, синтез, системность, комплексность, детализация. Для аргументации новых положений исследования задействован логический подход, в том числе дедуктивные и индуктивные методы. Методика исследования базируется на изучении, систематизации, оценке накопленных знаний и опыта в области инвестиционного анализа и теории заинтересованных сторон; применении экономико-математического инструментария в инвестиционном анализе, в частности метода финансового имитационного моделирования; апробации полученных результатов на объекте исследования.

Технической средой для апробации методики является пакет приложений Microsoft Office, в том числе табличный процессор MS Excel, а также надстройка Palisade @Risk, предназначенная для проведения стохастического моделирования.

Теоретическая основа исследования. Теоретической базой исследования являются разработки отечественных и зарубежных ученых в области методологии инвестиционного анализа, идентификации и анализа факторов формирования акционерной стоимости, методов ценностно-ориентированного менеджмента, теории заинтересованных сторон и ее практического применения, положений бизнес-анализа, корпоративных финансов и экономического анализа. В диссертационном исследовании также рассматриваются и используются

теоретические положения теории вероятности, математической статистики и эконометрики, в том числе инструментарий имитационного моделирования.

Нормативная и информационная база исследования представлена работами отечественных и зарубежных ученых; федеральными и локальными нормативными актами РФ; отечественными и международными стандартами учета и оценки; статистическими данными, представленными в справочно-правовых системах и электронных средствах массовой информации. Также использовались данные информационно-аналитической системы «Блумберг» (Bloomberg Terminal), справочной правовой системы «КонсультантПлюс»; научно-исследовательские интернет-ресурсы; отраслевые и аналитические обзоры отраслей экономики; внутренние аналитические и нормативные документы, характеризующие и регулирующие порядок ведения хозяйственной деятельности предприятия, в отношении которого осуществлялась апробация методики.

Область исследования. Диссертационное исследование выполнено в рамках Паспорта научной специальности 08.00.12 – Бухгалтерский учет, статистика (экономические науки), раздел 2 «Экономический анализ», п. 2.2. «Теоретические и методологические основы и целевые установки экономического анализа», п. 2.3. «Развитие методологии комплекса методов оценки, анализа, прогнозирования экономической деятельности», п. 2.7. «Инвестиционный анализ и оценка эффективности инвестиций» и п. 2.8. «Экономический анализ и оценка эффективности предпринимательской деятельности».

Положения, выносимые на защиту. В результате проведенного исследования сформулированы и обоснованы следующие выводы и положения, обладающие научной новизной:

1) обоснован принципиальный подход к выявлению факторов формирования акционерной стоимости – метод декомпозиции модели оценки, основанной на доходном подходе. Было уточнено определение акционерной стоимости: это дисконтированная оценка совокупных поступлений денежных средств для собственников – текущих и потенциальных, возникающих под

воздействием заинтересованных сторон, с учетом требуемой нормы доходности (С. 15–32);

2) разработана комплексная методика, позволяющая количественно оценить воздействия заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости с учетом вероятностного характера данных воздействий (С. 53–78);

3) предложен комплексный подход к идентификации воздействий заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости. В отличие от существующих, предлагаемый подход позволяет установить параметрическую форму воздействия заинтересованных сторон на акционерную стоимость. В качестве аналитического инструментария для формирования гипотез воздействия заинтересованных сторон предложена «Карта воздействия заинтересованных сторон», представлен процесс отбора и верификации гипотез, предложена система классификации гипотез в зависимости от уровня вероятности их верификации и природы воздействия заинтересованных сторон на факторы создания стоимости (С. 64–71);

4) предложена методика, позволяющая ранжировать заинтересованные стороны в зависимости от их влияния на создание акционерной стоимости, что дает возможность решить одну из ключевых проблем теории заинтересованных сторон – отсутствие единого количественного параметра для оценки значимости заинтересованных сторон для компании (С. 150–155);

5) разработан аналитический показатель «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон», отражающий потенциальный риск изменения акционерной стоимости в силу возможных воздействий заинтересованных сторон. Данный показатель дополняет систему ключевых показателей инвестиционного анализа, позволяя количественно оценить воздействия заинтересованных сторон и потенциальные риски проекта (С. 152–159).

Степень достоверности, апробация и внедрение результатов исследования. Достоверность результатов диссертационного исследования подтверждается следующим:

- соответствие законодательным и нормативным актам Российской Федерации, а также международным стандартам бухгалтерского учета;
- основой полученных результатов послужили научные труды отечественных и зарубежных авторов в области инвестиционного анализа, теории заинтересованных сторон, а также стоимостного анализа;
- применение общих методов научного познания.

Основные положения и результаты исследования были представлены на следующих конференциях: на IX Международном научном студенческом конгрессе «Цифровая экономика: новая парадигма развития» (Москва, Финансовый университет, 18 апреля 2018 г.); на X Международном научном студенческом конгрессе «Образ будущего глазами студентов» (Москва, Финансовый университет, 24 апреля 2019 г.); на 2 й Международной научно-практической конференции «Бухгалтерский учет как информационное обеспечение управления: вчера, сегодня, завтра» (Москва, Финансовый университет, 31 октября 2019 г.); на V Всероссийской научной онлайн-конференции магистрантов и аспирантов «Современные парадигмы развития учета, анализа и аудита в исследованиях молодых ученых» (ВНКМА 2020) (Санкт-Петербург, Санкт-Петербургский государственный университет, 24 апреля 2020 г.); на конференции The 2020 International Conference on Integrated Science in Digital Age (г. Сиенреап, Комбоджа, Institute of Certified Specialists, 1–2 мая 2020 г.); на XI Международном научном студенческом конгрессе «Память о Великой Отечественной войне в сознании молодежи XXI века» (Москва, Финансовый университет, 13 мая 2020 г.); на VII Международном конкурсе научных работ студентов и аспирантов (Москва, Финансовый университет, 13 мая 2018 г.).

Материалы диссертации используются в практической деятельности Управления реструктуризации крупных проблемных активов ПАО «БАНК УРАЛСИБ». В частности, применяется разработанный в исследовании подход к выявлению факторов формирования акционерной стоимости, позволяющий существенно повысить эффективность аналитических

процедур при разработке параметров реструктуризации крупных проблемных активов.

Основные положения и материалы диссертации также используются в АО «Интерметсервис» для целей анализа и оценки воздействий заинтересованных сторон на факторы формирования акционерной стоимости при реализации отдельных проектов.

Ключевые положения и рекомендации диссертационного исследования применяются в учебном процессе при преподавании дисциплин «Аналитическое обеспечение инновационно-инвестиционной деятельности» и «Аналитическое обоснование финансовых решений» (на английском языке) Департамента учета, анализа и аудита Финансового университета.

Апробация и внедрение результатов диссертационного исследования подтверждены соответствующими документами.

Публикации. Основные результаты диссертационного исследования отражены в 9 публикациях общим объемом 6,74 п.л. (весь объем авторский), в том числе 1 статья авторским объемом 0,8 п.л. опубликована в международной цитатно-аналитической базе «Scopus», 5 работ авторским объемом 2,8 п.л. опубликованы в рецензируемых научных изданиях, определенных ВАК при Минобрнауки России.

Структура и объем работы. Структура диссертации обусловлена целью, задачами и логикой проведенного исследования. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, состоящего из 168 наименований и 3 приложений. Текст диссертации изложен на 207 страницах, содержит 16 таблиц и 40 рисунков.

II Основное содержание работы

1. Обоснован принципиальный подход к выявлению факторов формирования акционерной стоимости – метод декомпозиции модели оценки, основанной на доходном подходе. Было уточнено определение акционерной стоимости: это дисконтированная оценка совокупных поступлений денежных средств для собственников – текущих и потенциальных, возникающих под

воздействием заинтересованных сторон, с учетом требуемой нормы доходности.

На основании синтеза рассмотренных подходов к определению стоимости было сформулировано определение акционерной стоимости: это дисконтированная оценка совокупных поступлений денежных средств для собственников – текущих и потенциальных, возникающих под воздействием заинтересованных сторон, а также учитывающих требуемую норму доходности. В основу указанного определения заложена предпосылка о том, что целью принятия инвестиционных решений является обеспечение прироста капитала инвестора. Ценность компании для собственника должна находиться в прямой зависимости от величины денежных потоков, которые компания принесет в будущем с учетом риска. Предложенное определение согласуется с теорией предельной полезности, теорией временной стоимости денег, риска и доходности, теорией альтернативной стоимости капитала.

Посредством анализа применяемых исследователями методов определения факторов создания стоимости был выбран подход, в наибольшей степени соответствующий целям разрабатываемой методики и отличающийся более высоким аналитическим потенциалом, – метод декомпозиции модели оценки стоимости компании. Данный метод предполагает выбор и обоснование модели оценки акционерной стоимости, последовательную декомпозицию модели до стоимостных и натуральных показателей, поддающихся прогнозированию («Факторы формирования акционерной стоимости»).

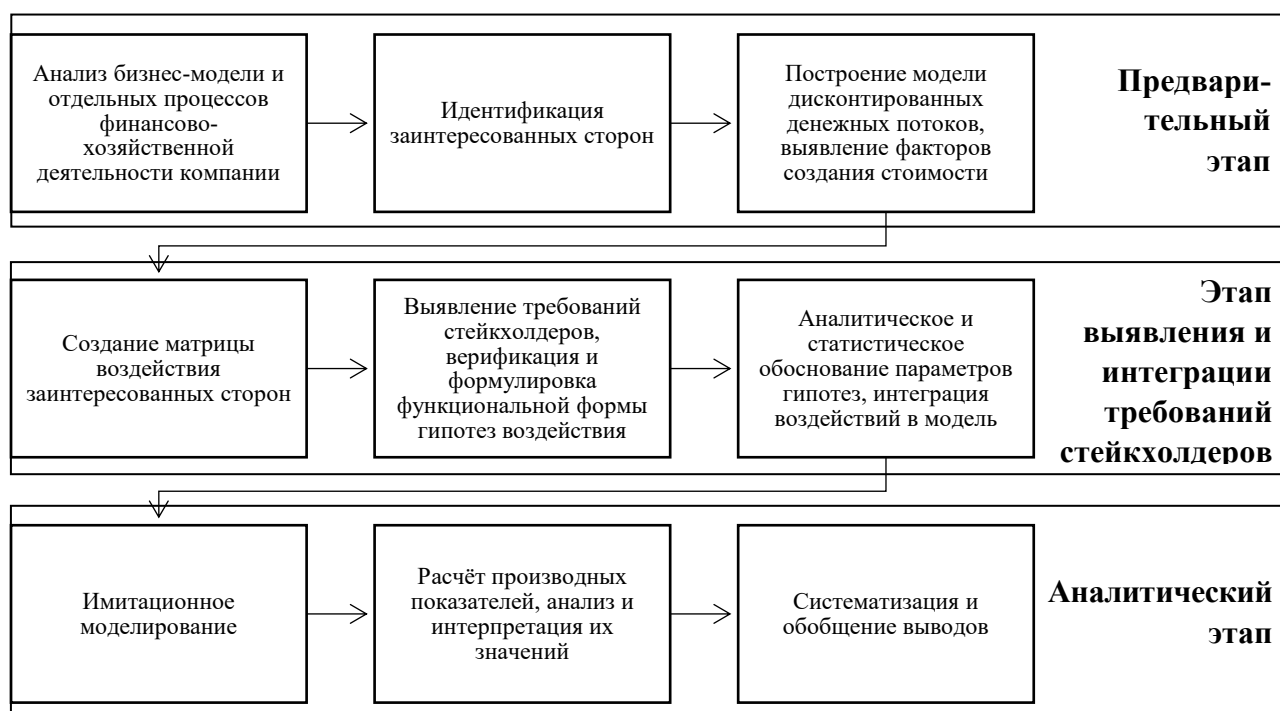
2. Разработана комплексная методика, позволяющая количественно оценить воздействия заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости с учетом вероятностного характера данных воздействий.

Разработанная методика состоит из трех этапов, включающих девять последовательных подэтапов, представленных на рисунке 1. Предварительный этап представляет собой три последовательных подэтапа, необходимых для формирования информационной базы для дальнейшего применения методики:

1) в рамках подэтапа анализа бизнес-модели происходит изучение ключевых направлений деятельности компании, формируется понимание основных бизнес-процессов, влияющих на создание акционерной стоимости;

2) подэтап выявления заинтересованных сторон предполагает применение традиционных техник идентификации заинтересованных сторон на основании общих классификационных признаков, широко используемых в научной литературе;

3) подэтап построения финансовой модели и выявления факторов создания акционерной стоимости предполагает применение техник эконометрического моделирования. Предметом моделирования являются денежные потоки, а также финансовые и нефинансовые показатели, на базе которых происходит прогнозирование денежных потоков, – факторы создания акционерной стоимости.



Источник: разработано автором.

Рисунок 1 – Этапы разработанной методики анализа факторов формирования акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон

Этап выявления и интеграции требований заинтересованных сторон в финансовую модель является авторским подходом к проблеме выявления и формализации воздействий заинтересованных сторон. Данный этап состоит из

трех подэтапов, которые могут осуществляться последовательно либо параллельно:

- 1) подэтап создания матрицы воздействия заинтересованных сторон;
- 2) формулировка, верификация и определение функциональной формы гипотез воздействия заинтересованных сторон на факторы формирования акционерной стоимости, в том числе посредством идентификации и анализа требований заинтересованных сторон и степени их удовлетворения;
- 3) аналитическое и статистическое обоснование значений параметров гипотез воздействия заинтересованных сторон на факторы формирования акционерной стоимости, интеграция гипотез в модель.

Аналитический этап является завершающим этапом методики и направлен на получение количественных характеристик, анализ и интерпретацию воздействий заинтересованных сторон на акционерную стоимость. Данный этап также состоит из трех подэтапов:

- 1) в рамках подэтапа имитационного моделирования происходит расчет величины акционерной стоимости заданное количество раз. Полученные значения акционерной стоимости представляют собой распределение случайной величины, отражающей неопределенность, связанную с воздействием заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости. Методика предусматривает возможность элиминирования отдельных гипотез, что позволяет проводить имитационное моделирование в разбивке по заинтересованным сторонам и рассматривать их воздействие по отдельности;
- 2) расчет производных показателей, анализ и интерпретация результатов;
- 3) систематизация и обобщение полученных результатов, разработка рекомендаций для принятия управленческих решений.

Методика, а также ее отдельные этапы были апробированы на примере компаний различных отраслей (оптовая и розничная торговля, добыча угля, драгоценных металлов, управление коммерческой недвижимостью и прочих). В качестве примера апробации была выбрана компания, занимающаяся строительством жилого комплекса (АО «Альфа»). Источниками информации являлись как сведения, доступные в публичных источниках, так и управленческая

информация, а также комментарии менеджмента компании. Так как большая часть информации, в том числе технико-экономические характеристики проекта, представляют коммерческую тайну, название компании, а также значения отдельных показателей были изменены.

Значение основных вводных и ключевые выводы финансовой модели оценки акционерной стоимости рассматриваемой компании приведены в таблице 1.

Таблица 1 – Прогноз движения денежных средств для целей определения акционерной стоимости АО «Альфа»

Показатель	2015	2016	2017	2018	2019	2020
1	2	3	4	5	6	7
Выручка от продажи квартир, млн руб.	–	528	1 082	931	766	389
Продажи квартир, кв.м	–	5277	10 508	8780	7005	3456
Стоимость кв.м для расчета, тыс. руб./кв.м	–	100,0	103,0	106,1	109,3	112,6
Выручка от продажи ком. помещений, с НДС, млн руб.	–	–	–	–	355	–
Продажи коммерческих помещений, кв.м	–	–	–	–	3250	–
Стоимость 1 кв.м коммерческих помещений, тыс. руб./кв.м	–	–	–	–	109	–
Выручка от продажи парковок, млн руб.	–	5	15	27	14	–
Продажи парковок, шт.	–	10	30	50	25	–
Стоимость паркоместа, тыс. руб./шт.	–	500	515	530	546	563
Выручка текущего периода, млн руб.	–	–	–	2638	1148	396
Непризнанная выручка прошлых лет, млн руб.	–	543	1 662	–	–	–
Расходы текущего периода, млн руб.	–	(43)	(82)	(1634)	(705)	(250)
Некапитализируемые расходы, млн руб.	–	(43)	(82)	(101)	(68)	(34)
Себестоимость проданных помещений, млн руб.	–	–	–	(1533)	(637)	(215)
Капитализированные расходы, млн руб.	–	(1329)	(1939)	–	–	–
Прибыль до уплаты налогов, млн руб.	–	(43)	(82)	999	444	152
Чистая прибыль, млн руб.	–	(43)	(82)	842	364	123
Итого оборотный капитал, млн руб.	–	691	280	853	264	17
Дебиторская задолженность, млн руб.	–	31	64	56	66	23
Кредиторская задолженность, млн руб.	–	132	66	52	15	3
Капитализированные расходы, млн руб.	–	1329	1 939	–	–	–
Стоимость продукции, млн руб.	–	–	–	850	213	–
Непризнанная выручка прошлых лет, млн руб.	–	538	1 657	–	–	–
Изменение оборотного капитала, млн руб.	–	691	(410)	573	(590)	(247)
Свободный денежный поток, доступный для распределения акционерам и кредиторам, млн руб.	–	(731)	331	253	947	371
Инвестиции акционера, млн руб.	300	–	–	–	–	–
Привлечение кредитных средств, млн руб.	–	900	–	–	–	–
Денежный поток, доступный для обслуживания долга, млн руб.	–	469	646	689	1292	1311
Погашение основного долга, млн руб.	–	(90)	(90)	(270)	(315)	(135)
Начисление и выплата %, млн руб.	–	(64)	(121)	(92)	(46)	(11)
Эффект налогового щита, млн руб.	–	–	–	18	9	2
Денежный поток от финансовой деятельности, млн руб.	(300)	746	(210)	(344)	(352)	(144)
Свободный денежный поток, доступный для распределения акционерам, млн руб.	(300)	15	120	(90)	595	227
Ставка дисконтирования, %	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1	19,1
Акционерная стоимость АО «Альфа», млн руб.	135					

Источник: рассчитано автором.

Перечень заинтересованных сторон, факторов создания стоимости, а также выявленных и верифицированных в рамках апробации гипотез воздействия представлены на «Карте воздействия заинтересованных сторон» рассматриваемой компании, отраженной в таблице 2.

Таблица 2 – Карта воздействия заинтересованных сторон

Факторы формирования акционерной стоимости		Заинтересованные стороны											Количество гипотез
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	
		Кредиторы	Покупатели	Подрядчик	ФНС	Строит. надзор	Администрация	СМИ	Конкуренция	Государство (Мегарегулятор)	Менеджмент	Акционеры	
A	Срок ввода объекта в эксплуатацию	-	-	3.A	-	5.A	-	-	-	-	-	-	2
B	Цена реализации	1.B	2.B	-	-	-	-	-	8.B	-	-	-	3
C	Объем реализации	-	2.C	-	-	-	6.C	7.C	-	-	-	-	3
D	Затраты на строительство	-	-	3.D	-	-	6.D	-	-	-	-	-	2
E	Процентные расходы	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.E/N	1
F	Прочие расходы	1.F	2.F	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2
G	Налог на прибыль	-	-	-	4.G	-	-	-	-	-	-	-	1
H	Налог на имущество	-	-	-	4.H	-	-	-	-	-	-	-	1
I	Дебиторская задолженность	-	2.I	-	-	-	-	-	8.I	-	-	-	2
J	Кредиторская задолженность	-	-	3.J	-	-	-	-	-	-	10.J	-	2
K	Безрисковая ставка доходности	-	-	-	-	-	-	-	-	9.K	-	-	1
L	Премия за инвестирование в акционерный капитал	-	-	-	-	-	-	-	-	9.L	-	-	1
M	Коэффициент бета	-	-	-	-	-	-	-	8.M	-	-	-	1
N	Денежный поток от финансовой деятельности	1.N	-	-	-	-	-	-	-	-	-	11.E/N	2
Количество гипотез		3	3	4	3	2	1	2	1	3	2	1	24

Источник: разработано автором.

Данная карта позволяет сформулировать гипотезы о воздействии заинтересованных сторон для их дальнейшей верификации. Гипотезы представлены в форме индекса с указанием заинтересованной стороны и фактора создания акционерной стоимости. К примеру, гипотеза 1.B соответствует гипотезе о воздействии кредиторов на цены реализации.

В работе также приведены описание гипотез воздействия заинтересованных сторон на факторы формирования акционерной стоимости, а также параметры их распределения.

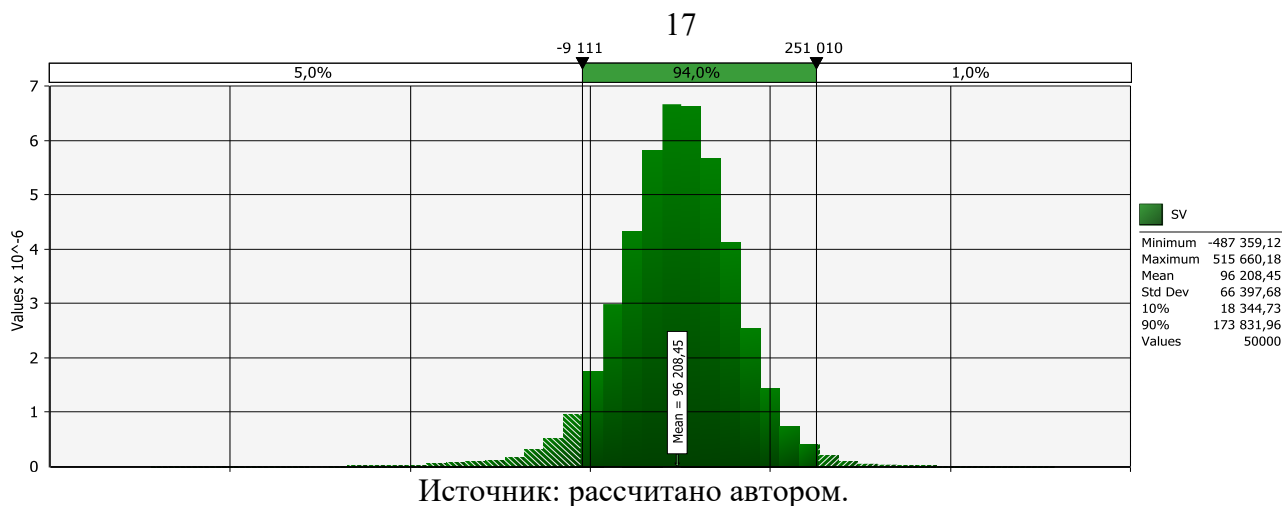


Рисунок 2 – Распределение величины акционерной стоимости АО «Альфа» с учетом воздействия заинтересованных сторон, в миллионах рублей

Предлагаемая методика позволяет определить распределение величины акционерной стоимости с учетом воздействия отдельных групп заинтересованных сторон, представленное на рисунке 2.

По результатам анализа и интерпретации значений рассчитанных метрик был предложен ряд специфических для данного проекта мер, направленных на оптимизацию дальнейшего взаимодействия с заинтересованными сторонами, в том числе с позиций создания акционерной стоимости.

3. Предложен комплексный подход к идентификации воздействий заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости. В отличие от существующих, предлагаемый подход позволяет установить параметрическую форму воздействия заинтересованных сторон на акционерную стоимость. В качестве аналитического инструментария для формирования гипотез воздействия заинтересованных сторон предложена «Карта воздействия заинтересованных сторон», представлен процесс отбора и верификации гипотез, предложена система классификации гипотез в зависимости от уровня вероятности их верификации и природы воздействия заинтересованных сторон на факторы создания стоимости.

В рамках методики предложен подход, который позволяет идентифицировать, определить функциональную форму и параметры воздействий заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости. Использование данного подхода позволяет применять широкий спектр методов

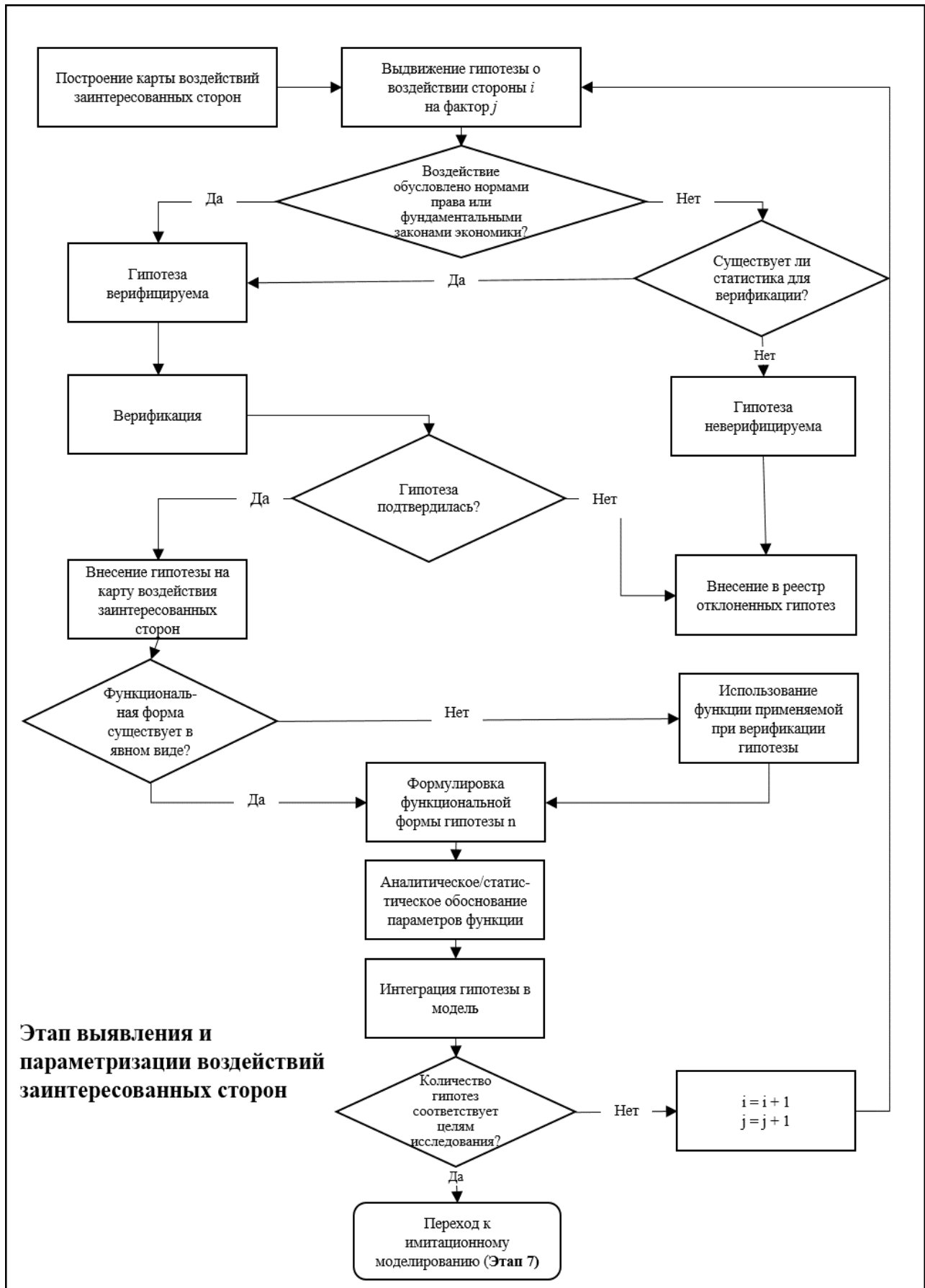
количественного анализа, в том числе инструменты финансового моделирования, что способствует повышению эффективности аналитических процедур в контексте анализа значимости заинтересованных сторон. Схематичное изображение указанного подхода приведено на рисунке 3.

В качестве примеров воздействий заинтересованных сторон на факторы создания стоимости можно привести следующие воздействия для АО «Альфа»:

- воздействие генерального подрядчика на срок ввода объекта в эксплуатацию в результате возможных задержек по его вине (гипотеза 3.А);
- влияние средств массовой информации на объем продаж в результате публикации статей о ходе строительства (гипотеза 7.С);
- влияние государственной монетарной политики на ключевую ставку и, как следствие, на требуемую норму доходности акционера (гипотеза 9.К).

В рамках предложенной методики выявления воздействий заинтересованных сторон на факторы создания стоимости был предложен аналитический инструмент систематизации и графической интерпретации выдвигаемых гипотез – «Карта воздействия заинтересованных сторон». Карта имеет вид матрицы: по вертикали перечислены факторы формирования акционерной стоимости, которым соответствует литера латинского алфавита; по горизонтали – заинтересованные стороны, которым соответствует порядковый номер. Выдвигаемой исследователем гипотезе присваивается индекс, соответствующий квадранту матрицы. Пример «Карты воздействия заинтересованных сторон» приведен в таблице 2.

По результатам применения методики формируется система воздействий заинтересованных сторон на факторы формирования акционерной стоимости. Вероятностный характер воздействий выражен стохастическими параметрами отдельных гипотез. Данная система интегрируется в финансовую модель, что позволяет оценить эффект воздействия заинтересованных сторон на акционерную стоимость с применением техники имитационного моделирования. Указанный подход позволяет оценить их воздействия изолированно, в том числе в разбивке по видам воздействий, что позволяет существенно повысить аналитический потенциал разработанной методики.



Источник: разработано автором.

Рисунок 3 – Алгоритм выявления воздействий заинтересованных сторон на факторы создания стоимости

4. Предложена методика, позволяющая ранжировать заинтересованные стороны в зависимости от их влияния на создание акционерной стоимости, что дает возможность решить одну из ключевых проблем теории заинтересованных сторон – отсутствие единого количественного параметра для оценки значимости заинтересованных сторон для компании.

При помощи методики возможно ранжировать заинтересованные стороны в зависимости от существенности их воздействий на факторы формирования акционерной стоимости для целей разработки стратегии и обоснования управленческих решений по взаимодействию с заинтересованными сторонами.

Критерием для определения значимости воздействий заинтересованных сторон могут выступать как непосредственно наблюдаемые экстремальные значения акционерной стоимости, полученные в результате имитационного моделирования, так и их производные, в том числе показатели описательной статистики: размах вариации, среднеквадратическое отклонение, коэффициент вариации, коэффициент осцилляции.

Значения указанных показателей для АО «Альфа», а также ранжирование заинтересованных сторон в соответствии с данными значениями приведены в таблице 3.

Таблица 3 – Определение ранга заинтересованных сторон в зависимости от влияния на акционерную стоимость ЖК «Альфа»

Заинтересованная сторона	Мат. ожидание, млн руб.	Стандартное отклонение, млн руб.	Коэффициент вариации		Минимальное значение акционерной стоимости		Максимальное значение акционерной стоимости	
			Значение, тыс. руб.	Ранг	Значение, тыс. руб.	Ранг	Значение, тыс. руб.	Ранг
Администр.	157,7	2,2	11,0	3	136,0	9	159,8	10
Государство	157,5	46,5	8,7	7	-30,4	3	376,1	1
Конкуренты	143,3	23,0	21,8	1	-290,2	1	210,2	3
Стр. надзор	138,3	21,5	10,4	4	-64,8	2	159,8	11
ФНС	159,8	10,6	8,3	8	116,6	7	204,2	4
Покупатели	136,8	9,5	6,3	11	101,7	5	161,7	9
Кредиторы	140,9	14,2	9,1	6	96,3	4	225,8	2
Подрядчики	154,3	5,8	10,3	5	105,5	6	165,6	8
СМИ	157,7	5,2	7,8	9	138,6	10	179,1	6
Менеджмент	160,7	0,9	12,3	2	159,8	11	171,1	7
Акционеры	163,1	9,4	6,5	10	126,3	8	187,2	5
Все стороны	126,5	67,9	14,4	-	-509,9	-	467,6	-

Источник: рассчитано автором.

Указанный способ ранжирования заинтересованных сторон позволяет не только оценить сравнительную значимость заинтересованных сторон, но

и фундаментально обосновать их ранг. Это способствует лучшему пониманию воздействий заинтересованных сторон на акционерную стоимость компании и может являться информационно-аналитическим обоснованием для принятия управленческих решений.

5. Разработан аналитический показатель «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон», отражающий потенциальный риск изменения акционерной стоимости в силу возможных воздействий заинтересованных сторон. Данный показатель дополняет систему ключевых показателей инвестиционного анализа, позволяя оценить воздействия заинтересованных сторон и потенциальные риски проекта.

На основании существующего показателя «Стоимость под риском», широко применяемого в риск-менеджменте и банковской сфере, был предложен показатель «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон». Показатель рассчитывается на основании распределения значений акционерной стоимости, полученной в результате имитационного моделирования. Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон при уровне достоверности 5% можно определить как значение акционерной стоимости, соответствующее 5 перцентилю выборки.

Общая формула для расчета указанного показателя «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон» представлена в виде формулы (1).

$$SVaR_{1-\alpha}(X) = \inf_{t \in R} \{t: \Pr(X \leq t) \geq 1 - \alpha\}, \quad (1)$$

где $SVaR_{1-\alpha}(X)$ – показатель «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон»;

X – распределение величины акционерной стоимости с учетом воздействий заинтересованных сторон;

$\inf \{...\}$ – оператор функции точной нижней границы;

t – случайная величина, принадлежащая множеству действительных чисел;

$\Pr (...)$ – обозначение вероятности события;

α – заданный уровень значимости.

Для практических целей расчета показателя в соответствии с методикой рекомендуется использовать следующую систему уравнений (2).

$$\begin{cases} SVaR_{1-\alpha}(X) = X_n, \\ n = N \times (1 - \alpha), \end{cases} \quad (2)$$

где $SVaR_{1-\alpha}(X)$ – показатель «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон»;

X – распределение величины акционерной стоимости с учетом воздействий заинтересованных сторон;

X_n – значение акционерной стоимости, соответствующее n -ому наблюдению в упорядоченной от меньшего к большему совокупности наблюдений, полученной посредством имитационного моделирования;

n – порядковый номер наблюдения в упорядоченной от меньшего к большему совокупности наблюдений, полученной посредством имитационного моделирования;

N – количество наблюдений, полученное по результатам проведения имитационного моделирования;

α – заданный уровень значимости.

Возможная интерпретация показателя «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон»: «Значение акционерной стоимости будет ниже, чем показатель “Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон” с вероятностью $\alpha\%$ ».

Для рассматриваемой компании при совокупном воздействии всех заинтересованных сторон стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон (5%) равна - 8,7 млн рублей. Таким образом, при одновременном воздействии всех рассмотренных заинтересованных сторон существует 5% вероятность, что акционерная стоимость компании окажется ниже - 8,7 млн рублей. Аналогичный показатель при 95% уровне для рассматриваемой компании равен 255,8 млн рублей: существует 5% вероятность, что при

одновременном воздействии всех заинтересованных сторон акционерная стоимость компании превысит 255,8 млн рублей.

Интерпретация значений данного показателя по группам заинтересованных сторон АО «Альфа» позволяет сделать вывод о значительном потенциале роста акционерной стоимости при воздействии заинтересованных сторон. В частности, при снижении ключевой ставки до 5,7% стоимость проекта может увеличиться более чем в 2 раза – до 231,8 млн рублей. При выстраивании ценовой политики, ориентированной на предложение конкурентов, увеличение акционерной стоимости возможно на 57% – до 151,1 млн рублей.

III Заключение

В представленной диссертационной работе уточнен терминологический аппарат, в том числе сформировано авторское определение акционерной стоимости; обоснован подход к выявлению факторов создания стоимости компании; разработана методика анализа факторов формирования акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон, состоящая из трех этапов и девяти подэтапов. В рамках методики предложен подход к выявлению воздействий заинтересованных сторон на факторы создания акционерной стоимости; доказана и продемонстрирована применимость и практическая значимость методики в качестве инструмента для оценки значимости заинтересованных сторон; разработан показатель «Стоимость под риском воздействия заинтересованных сторон», отражающий как потенциал снижения стоимости, так и потенциал ее увеличения при воздействии заинтересованных сторон; внесены предложения по усовершенствованию информационной базы, необходимой для оценки воздействий заинтересованных сторон на факторы формирования акционерной стоимости, а также даны рекомендации по ее дальнейшему развитию.

Основные результаты исследования – методика анализа факторов формирования акционерной стоимости с учетом требований заинтересованных сторон и ее отдельные этапы – направлены на удовлетворение требований инвесторов, а также действующих владельцев бизнеса и менеджеров.

Потенциальными направлениями развития методики являются разработка дополнительных аналитических показателей с учетом конкретных практических задач, дальнейшая разработка требований к информационно-аналитической базе, классификация и типизация воздействий заинтересованных сторон для использования методики в решении типовых задач отдельных отраслей экономики.

IV Список работ, опубликованных по теме диссертации

Публикации в международной цитатно-аналитической базе «Scopus»:

1. Volkov, M. Beneish Model as a Tool for Reporting Quality Estimation: Empirical Evidence = Модель Бениша как инструмент оценки качества отчетности : практический опыт / М.А. Volkov // Integrated Science in Digital Age. Lecture Notes in Networks and Systems. – 2020. – Volume 136. – P. 60–68. – ISBN 978-3-030-49264-9. – Текст : электронный. – DOI 10.1007/978-3-030-49264-9_6. – URL: https://www.scopus.com/inward/record.uri?eid=2-s2.0-85087567262&doi=10.1007%2f978-3-030-49264-9_6&partnerID=40&md5=84a903efc3d8255c8837f23f026f4fc3 (дата обращения: 18.01.2021).

*Публикации в рецензируемых научных изданиях,
определенных ВАК при Минобрнауки России:*

2. Волков, М.А. Количественные модели оценки вероятности манипулирования финансовым результатом / М.А. Волков // АУДИТ. – 2019. – № 5. – С. 28–32. – ISSN 2227-9288.

3. Волков, М.А. Аналитическая модель оптимального графика обслуживания долга / М.А. Волков // Инновации и инвестиции. – 2020. – № 1. – С. 310–315. – ISSN 2307-180X.

4. Волков, М.А. Актуальные вопросы расчета и практического применения мультипликаторов фундаментальной стоимости компаний с высокой долговой нагрузкой / М.А. Волков // Инновации и инвестиции. – 2020. – № 3. – С. 31–35. – ISSN 2307-180X.

5. Волков, М.А. Аналитическая модель оценки величины оптимальной долговой нагрузки / М.А. Волков // Гуманитарные, социально-экономические и общественные науки. – 2020. – № 4. – С. 183–186. – ISSN 2220-2404.

6. Волков, М.А. Актуальные проблемы оценки значимости заинтересованных сторон в контексте создания акционерной стоимости / М.А. Волков // Инновации и инвестиции. – 2020. – № 10. – С. 112–115. – ISSN 2307-180X.

Публикации в других научных изданиях:

7. Волков, М.А. Анализ влияния факторов устойчивого развития на стоимость бизнеса / М.А. Волков // Вестник науки и образования. – 2018. – № 4 (40). Том 1. – С. 57–67. – ISSN 2312-8089.

8. Volkov, M. Analysis of fundamental indexation as an efficient approach to active investing = Анализ фундаментальной индексации как эффективный подход к активному инвестированию / М.А. Volkov // Review of Business and Economics Studies. – 2018. – № 4. Volume 6. – P. 41–51. – ISSN 2308-944X.

9. Волков, М.А. Аналитическое обоснование выбора системы ключевых показателей эффективности деятельности компаний для формирования инвестиционного портфеля / М.А. Волков // Московский экономический журнал. – 2019. – № 5. – С. 108–122. – ISSN 2413-046X. – Текст : электронный. – DOI 10.24411/2413046X-2019-15002. – URL: <https://qje.su/wp-content/uploads/2019/05/Nomer-5-2019-Arhiv-1.pdf>. (дата обращения: 01.09.2020).