

**Управление стоимостью компании  
в условиях нерационального поведения участников рынка.**

*Солодухина Анна Владимировна*

*Аспирант, магистр экономики.*

*Московский государственный университет им. М.В. Ломоносова,  
экономический факультет, Москва, Россия.*

[\*asolodukhina@gmail.com\*](mailto:asolodukhina@gmail.com)

**Введение**

Управление стоимостью компании – одно из наиболее востребованных направлений в корпоративных финансах. Теория управления стоимостью хорошо разработана в рамках традиционной теории финансов - на эту тему написано множество книг и еще больше статей, - однако нельзя сказать, что эта литература в полной мере отвечает реалиям фондового рынка, а следовательно и потребностям практиков. Дело в том, что альтернативная парадигма теории финансов – поведенческие финансы (behavioral finance) – убедительно показала, что рынок, а вернее репрезентативный участник рынка не так рационален, как постулирует традиционная теория финансов. Нерациональность инвестора заключается в том, что его ожидания и выбор – две фундаментальные детерминанты поведения агента в экономической теории – формируются под влиянием эмоций, стереотипов и т.п., что порождает когнитивные и эмоциональные отклонения от рационального поведения. Этот факт существенно меняет взгляд на управление стоимостью компании, поскольку в действительности рыночная стоимость определяется *нерациональными* инвесторами, а это приводит к тому, что реакция рынка на воздействие компанией на факторы стоимости далеко не всегда приводит к запланированным (и ожидаемым согласно традиционной теории) результатам. Положение специалиста, управляющего стоимостью компании, усложняется еще и тем, что в рамках традиционной парадигмы по многим факторам существуют альтернативные теории, постулирующие противоречивые реакции рынка. Ответов и рекомендаций по управлению стоимостью не дает и поведенческая парадигма, которая изучает нерациональное поведение экономических агентов, поскольку это направление в рамках поведенческой теории еще не разработано. В связи с актуальностью данного направления (как с научной, так и с практической точки зрения) было проведено пилотное исследование<sup>1</sup> по управлению стоимостью компании, которое дало интересные результаты и показало перспективность дальнейших исследований в данном направлении.

**Цель, объект и методы исследования**

Целью исследования было поставлено выявление возможностей управления стоимостью компании, а также факторов создания и разрушения стоимости. Для этого были использованы исторические данные по крупным российским и американским компаниям из немонополизированных отраслей. При изучении компаний анализировались количественные (изменение котировок акций компаний, капитализация компании, рыночная доля и т.д.) и качественные данные (информация о значимых событиях, происходящих в компании – решения об экспансии компании, выплата дивидендов, изменении структуры капитала, финансовые прогнозы и обзоры аналитиков и т.д.). Такой тщательный анализ позволил выявить факторы создания стоимости для каждой компании и проследить, как рынок реагирует на события, относящиеся к этим факторам, и на какие еще события и каким образом реагирует рынок.

**Выводы**

В результате исследования были сделаны следующие выводы:

---

<sup>1</sup> Данное исследование было выполнено магистрами кафедры «Финансы и кредит» под руководством автора в рамках научного семинара. В статье автор опирается на результаты работ исследовательской группы и выражает благодарность ее участникам: Куцакову Василию, Зайцевой Ларисе, Даниловой Елизавете, Пескиной Екатерине, Кызину Денису, Мартыновой Александре и Ульченковой Виктории.

- 1) Не все факторы стоимости, рассматриваемые традиционной теорией финансов, вызывают адекватный (в соответствии с традиционной теорией) отклик со стороны рынка (и в краткосрочном, и в долгосрочном периодах). Некоторые факторы (например, маркетинговые кампании, решение об изменении величины дивидендов, выведение новых продуктов на рынок) часто не вызывают никакой реакции со стороны рынка; некоторые (в частности, расширение деятельности путем поглощений, финансовый рычаг) вызывают реакцию, противоположную той, которая должна быть согласно традиционной теории; влияние других факторов (например, выкуп акций, расширение деятельности путем органического роста, объявления о новых инвестиционных проектах) на рынок нестабильно и неоднозначно.
- 2) Рынок значимо реагирует и в случаях, когда на рынок не поступает информации о событиях, связанных с традиционными факторами стоимости. Так, рынок реагирует на «имиджевую» информацию, не относящуюся к фундаментальным характеристикам компании. Также анализ влияния объявления финансовых результатов и изменения кредитного рейтинга выявил, что значимы не сами параметры (величина прибыли или уровень присвоенного рейтинга), а *ожидания инвесторов*, сформированные прогнозами аналитиков или заявлениями самой компании. Таким образом, даже если компания показывает хорошие финансовые результаты, но обещаниями были сформированы более высокие ожидания, то наблюдается существенное падение котировок (яркий пример – Ruaterochka Holding N.V.). Это нам позволяет сделать вывод о значимости поведенческих факторов.
- 3) Реакция рынка в значительной мере обусловлена *субъективным восприятием* инвесторами информации о компании, поступающей на рынок. В частности, была выявлена устойчивая закономерность: рынок положительно реагировал на расширение компании путем органического роста, но отрицательно реагировал на экспансию путем поглощения торговых точек конкурента. Традиционная теория финансов говорит, что и в том, и другом случае стоимость компании увеличивается (в результате увеличения будущих денежных потоков), а значит, рынок должен реагировать повышением котировок. Однако в случае с экспансией путем поглощений этого не происходит – очевидно, что в реальности инвестор рассуждает по-другому. Инвестор (в этом и других таких «аномальных» случаях) интерпретирует информацию о событиях компании через призму своих психоэмоциональных особенностей. Этот сложный комплекс специфического восприятия, установок, эмоций и опасений составляет психологический портрет инвестора и является той метрикой (если говорить математическим языком), которая переводит информацию о событиях компании в котировки на фондовом рынке и определяет таким образом рыночную стоимость компании. В изучении свойств этой метрики лежит ключ к пониманию процесса управления стоимостью компании.

Дальнейшее исследование в этом перспективном направлении призвано выявить механизм формирования рыночной стоимости компании, а также возможности и методы управления стоимостью, что позволит компаниям проводить целенаправленную политику управления стоимостью и более эффективно решать свои тактические и стратегические задачи.

#### **Литература (основной блок)**

1. Битюцких В.Т. *Мифы финансового анализа и управление стоимостью компании*. – М.: Олимп-Бизнес, 2007. – 224 с.
2. Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д. *Стоимость компании: оценка и управление*. – М.: Олимп-Бизнес, 2005. – 562 с.
3. Росс С., Вестерфилд Р., Джордан Б. *Основы корпоративных финансов* / Пер. с англ. – М.: Лаборатория Базовых Знаний, 2001. – 720 с.

4. Shefrin, H. (2002), *Beyond Greed and Fear: Understanding behavioral finance and the psychology of investing*. Oxford University Press.
5. Baker, M., Ruback, R. and J. Wurgler (2004), "Behavioral Corporate Finance: a Survey", *National Bureau of Economic Research Database*, Working paper No.10863.
6. Barberis, N. and R. Thaler (2002), "A Survey of Behavioral Finance", *National Bureau of Economic Research Database*, Working paper No. 9222.