**Точка зрения на теоретическую значимость модели управления стоимостью компании с учетом корпоративных и рыночных ожиданий**

***Козлова Наталия Ильинична***

*Аспирант*

*Московский государственный университет имени М. В. Ломоносова,*

*экономический факультет, Москва, Россия*

*E-mail: nataliya.kozlova@gmail.com*

Создание и сохранение стоимости для акционеров является ключевой стратегической целью фунционирования современных акционерных обществ. В связи с этим особое значение приобретают применяемые на практике методики управления стоимостью компании и оценки эффективности принимаемых менеджментом решений. Подходы к управлению стоимостью компании являются продуктом научных разработок в рамках сложившейся на определенный момент теоретической парадигмы и имеют в своей основе ряд теоретических предпосылок, определяющих их свойства. В рамках существующей неоклассической парадигмы в основу разрабатываемых стоимостных подходов к управлению (value-based management, VBM) до появления модели управления стоимостью с учетом ожиданий (expectations-based management, EBM) [3] основное внимание уделялось внутреннему контексту функционирования компании, при этом данные разработки основывались на предпосылке о соответствии фундаментальной стоимости актива его рыночной оценке.

Поскольку процесс становления концепции стоимостного управления начинается в период бурного развития рынков капитала и расцвета неоклассической теории финансов, VBM является результатом синтеза неоклассических теоретических основ и прикладных инструментов управления активами. Это обусловило как преимущества, так и ограничения применения методик стоимостного управления. Накопленные результаты эмпирических исследований рынков капитала свидетельствуют о существовании рыночных аномалий, выраженных в систематическом нарушении тождества рыночной и фундаментальной стоимости актива [4]. Соответственно, проблема применимости современных методик управления приобретает особую значимость, в особенности, на волатильном российском рынке капитала.

Подход EBM имеет большое значение для исследования возможностей преодоления ограничений применения современных подходов к управлению стоимостью. Он предполагает необходимость учёта как внутреннего, так и внешнего контекста при управлении с целью достижения тождества между фундаментальной и рыночной стоимостью компании. В рамках EBM предполагается, что причиной наблюдаемых отклонений оценок стоимости при прочих равных условиях является недостаточность или некорректность объема информации о деятельности компании. При этом участники рынка при получении информации оценивают ее рационально, то есть не получают некорректных несмещенных оценок, и реагируют на передаваемые компанией на рынок сигналы линейно, то есть немедленно. Эти предположения в точности соответствуют постулатам «полусильной» гипотезы эффективного рынка капитала [5,6],что позволяет заключить, что EMH есть фундаментальная основа подхода к управлению стоимостью с учетом ожиданий.

Автором выявлено, что следствием данных предпосылок является ряд отличительных характеристик модели EBM. Так, эффективность управления стоимостью компании заключается в способности компании создавать стоимость для акционеров, компенсируя на протяжении периода горизонта прогнозирования инвестиционный риск и оправдывая ожидания всех экономических агентов. В краткосрочном периоде ключевым финансовым показателем, отражающим эффективность бизнеса, является модифицированный показатель экономической прибыли (таким образом, в основу модели EBM неявно заложены ключевые предпосылки неоклассической модели CAPM). Менеджеры компании несут ответственность за передачу рынку сигналов таким образом, чтобы устранить информационный пробел и нивелировать расхождение в оценках.

В связи с выше сказанным подход EBM обладает рядом ограничений (не учитывает нерациональность экономических агентов, не предлагает способа определения характеристик передаваемого на рынок сигнала, не позволяет оценить степень и характер реакции экономических агентов на полученный ими сигнал). Механизмы управления в рамках EBM не обладают гибкостью и адаптивностью к динамичной реальности рынков капитала и экономики в целом.

Итак, фундаментальной причиной ограничений существующих подходов к управлению стоимостью в рамках VBM является их теоретическое основание - гипотеза эффективных рынков. В связи с этим дальнейшее развитие моделей стоимостного управления, по мнению автора, возможно посредством преодоления ограничений, вызванных теоретическими предпосылками. При этом автор допускает три подхода к рассмотрению гипотезы эффективных рынков как фундаментальной основы концепции VBM:

1. Консервативный (традиционный) подход, согласно которому гипотеза эффективного рынка не отвергается и принимается равенство фундаментальной и рыночной цен актива как в долгосрочном, так и краткосрочном периоде.
2. Либеральный подход, согласно которому предполагается, что равенство фундаментальной и рыночной цен актива не достигается вообще или достигается только в определенные периоды времени, при этом гипотеза рациональных ожиданий [6] не отвергается, но отвергается ее частный случай - гипотеза эффективных рынков.
3. Радикальный подход, который предполагает поиск новой парадигмы при полном отказе от гипотезы рациональных ожиданий.

В рамках консервативного и либерального подходов основной задачей должен стать поиск модели оценки стоимости компании, максимально приближенной к рациональной (объективной) модели. Очевидно, либеральный подход предоставит гораздо больше возможностей для усовершенствования методик управления стоимостью компании. При этом модель управления стоимостью компании с учётом ожиданий (EBM), обладающая существенными преимуществами по сравнению с другими управленческими подходами, может служить отправной точкой для дальнейших разработок, отвечающих вызовам современных рынков капитала.

**Литература**

1. Никитушкина И.В., Козлова Н.И. Модификация оригинальной модели управления стоимостью компании с учетом ожиданий (EBM) на динамичном рынке капитала // Научные исследования экономического факультета. Электронный журнал. 2011, № 2.
2. Козлова Н.И. Управление стоимостью компании с учётом ожиданий на российском рынке капитала // Проблемы теории и практики управления. 2013, №9.
3. Copeland, T. and A. Dolgoff. Outperform with Expectations-Based Management: A State-o-the-Art Approach to Creating and Enhancing Shareholder Value. John Wiley & Sons, Inc. 2004.
4. Cuthbertson, K. and D. Nitzsche. Quantitative Financial Economics: Stocks, Bonds and Foreign Exchange. John Wiley & Sons, Inc. 2004.
5. Fama, E. Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work // Journal of Finance. 1970, № 25 (2). p. 383-417.
6. Muth, J.F. Rational Expectations and the Theory of Price Movements // Econometrica. 1961, № 29 (3). p. 315 - 355.