



**Высшая  
школа менеджмента**  
Санкт-Петербургского  
государственного университета

---

## Метод стратегической оценки российских не торгуемых на биржах компаний

Бухвалов Александр Васильевич  
*ВШМ СПбГУ,*

*главный редактор «Российского журнала менеджмента»*

**XIV Национальный Конгресс профессиональных  
корпоративных директоров**

**Российский институт директоров**

11 декабря 2015 г.

---

## Стратегия и ценность компании 1

---

Мерой стратегического успеха компании  
является *ценность* (value) компании

### **Как измерить стратегическую ценность?**

Что неверно с максимизацией ценности  
акционеров, т.е. *капитализацией*?

Роберт Грант (2010):

- краткосрочная природа (волатильность);
- финансовый инжиниринг на фондовом рынке;
- манипулирование финансовой отчетностью;
- значительные средства уходят на компенсацию  
менеджерам для решения агентской проблемы.

## Стратегия и ценность компании 2

---

Бухвалов (2008):

- каждая компания имеет **две ценности**: для аутсайдеров – обычная капитализация и для инсайдеров (ключевых собственников) – ценность, учитывающая принимаемые ими решения;
  - для инсайдеров специфический риск, связанный со стратегическими решениями, вознаграждается; для аутсайдеров – нет;
  - построена равновесная математическая модель, разновидность CAPM.
- 

## Оценка российских компаний 1

---

Подход Бухвалов (2008) хорошо работает для крупных корпораций в США, но в России менее 50 акций сколько-нибудь ликвидно торгуются на фондовом рынке.

Необходима формула оценивания, обслуживающая большинство не торгуемых компаний.

На Западе часто используют метод сравнений/аналогов (мультипликаторов) – у нас не работает в силу бедности базы торгуемых компаний.

---

## Оценка российских компаний 2

---

Требования к формуле оценивания:

- простота вычислений;
- единообразность (по крайней мере, для компаний одной отрасли);
- применимость к большинству отраслей.

Приложения:

- оценивание предприятий холдинга для определения долей в собственности холдинга (шаг к IPO холдинга);
  - приватизация, IPO, дивестиции;
  - операции на рынке частного капитала.
- 

## Фундаментальная ценность 1

---

В теории финансового учета Ohlson (1995) предложил подход вычисления *фундаментальной ценности* на базе регрессионных моделей. Этот подход вызвал мощный поток работ с различными модификациями оценки.

Автор ввел свою модификацию модели Олсена и вместе с учениками и коллегами осуществил масштабное тестирование модели на российских данных.

Эта модель и предлагается как модель оценки стратегической ценности для российских компаний.

---

## Фундаментальная ценность 2

$$V_{it+1} = \beta_1 E_{it}^{BV} + \beta_2 \frac{RE_{it}}{k_E}$$

где  $E_{it}^{BV}$  — балансовая ценность собственного капитала на конец периода  $t$ ,  $\beta_0$ ,  $\beta_1$  и  $\beta_2$  — коэффициенты регрессии,  $k_E$  — требуемая доходность,  $RE_{it}$  — остаточная чистая прибыль компании. Последняя рассчитывается по формуле:

$$RE_{it} = \pi_{it} - k_E E_{it-1}^{BV},$$

где  $\pi_{it}$  — чистая прибыль компании в периоде  $t$ ,  $E_{it-1}^{BV}$  — балансовая ценность собственного капитала на начало периода  $t$ .

## Фундаментальная ценность 3

Оцененная модель для 2013 г.

$$V_{i2013} = 1,7179 E_{i2012}^{BV} + 1,4271 \frac{RE_{i2012}}{0,27}$$

## Возможные приложения

---

### Плюсы модели:

- простая единообразная формула для всех компаний;
- нет никаких подгоночных коэффициентов (поправка на бренд, неликвидность и пр.) – нет возможности для манипулирования оценкой.

### Приложения:

- определение ценности доли каждого собственника в холдинге (вариант – переход на единую акцию);
- слияния и поглощения;
- дивестиции;
- потенциально – создание рынка частного капитала в России. Наличие формулы должно обеспечить более высокую, чем ныне, ликвидность.

Аналог: формула Блэка-Шоулза для цены опционов в течение нескольких лет создала рынок производных в сотни триллионов долларов. При этом формула не является точной в своих предсказаниях.

## Что читать?

---

- Бухвалов А. В., Волков Д. Л. 2005. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Серия Менеджмент* (1): 26–43.
  - Бухвалов А.В. 2008. Асимметрия между инсайдерами и аутсайдерами: проблемы двойственности оценки активов компании. *Российский журнал менеджмента* 6 (4): 17–48.
  - **Бухвалов А.В., Акулаева Е.А. 2014. Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности. *Российский журнал менеджмента* 6 (4): 17–48.**
  - *Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний.* 2012. Под ред. А. В. Бухвалова. СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента».
-

## Контакты:

---

- ❑ <http://www.rjm.ru> – электронные версии статей
  - ❑ [bukhvalov@gsom.spbu.ru](mailto:bukhvalov@gsom.spbu.ru); [a.buhvalov@spbu.ru](mailto:a.buhvalov@spbu.ru)
-