



**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.

Расширенная версия презентации

По сравнению с презентацией на Конгрессе добавлены:

- ❑ формулы для ценности компаний за 2003-2013 гг.;
 - ❑ подробнее указаны ограничения модели;
 - ❑ явно указаны направления приложений, в том числе, на уровне Советов директоров.
-

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

Оценка, основанная на биржевых торгах, 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 (аналогов).

Оценка российских компаний 2

Требования к формуле оценивания:

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

Приложения:

- ❑ мониторинг ценности компании советом директоров (собственниками), основа для вознаграждения исполнительного менеджмента;
 - ❑ оценивание предприятий холдинга для определения долей в собственности холдинга (шаг к IPO холдинга);
 - ❑ приватизация, IPO, слияния, дивестиции;
 - ❑ операции на рынке частного капитала (private equity).
-

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 , β_1 и β_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 π_{it} — чистая прибыль компании в периоде t , E_{it-1}^{BV} — балансовая ценность собственного капитала на начало периода t .

Фундаментальная ценность 3

Пояснения:

- ❑ Периодом является один календарный год.
 - ❑ Оценка в году t получается из данных о годе $t - 1$.
 - ❑ Величина требуемой доходности капитала (для предпринимателя) дана как средняя доходность фондового рынка за рассматриваемый период: $k_E = 27\% = 0,27$.
 - ❑ Коэффициенты бета являются общими для всех компаний. Таблицы с ними приведены далее.
 - ❑ В соответствии с формулой ценность компании пересчитывается раз в квартал при поступлении квартального отчета (рекомендуется МСФО; хуже, но можно, РБУ). **Формула сводится к просто арифметике.**
 - ❑ Для борьбы с манипулированием учетной информацией данные целесообразно усреднять по нескольким (трем) периодам.
-

Фундаментальная ценность 4

Капитализация на год	Точечные оценки коэффициентов регрессии	
	β_1	β_2
2003	2,0151	1,7118
2004	1,7393	1,4450
2005	1,7292	1,3911
2006	3,1265	3,0347
2007	2,6808	2,3077
2008	2,5875	1,6638
2009	2,5242	1,7808
2010	2,1708	1,5402
2011	2,1841	1,6606
2012	1,7691	1,2790
2013	1,7179	1,4271

Фундаментальная ценность 5

Например, формула для 2013 г. в соответствии с таблицей читается так:

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

Возможные приложения 1

Плюсы модели:

- простая (арифметическая) единообразная формула для всех компаний;
 - общедоступная информация – квартальные финансовые отчеты;
 - нет никаких индивидуальных подгоночных коэффициентов (поправки на бренд, неликвидность и пр.) – нет возможности для оценщика манипулировать оценкой. Это реализация идеи **справедливой ценности**, которая не должна зависеть от субъективных обстоятельств в компании.
-

Возможные приложения 2

Приложения:

- мониторинг ценности самой компанией. Не требует ничего одобрения, кроме самой компании. Основа для оценки успешности компании, ценности долей собственников при принятии решений внутри компании (вариант – переход на единую акцию в холдинге), решения о выходе на IPO;
- 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 немногих лет создала рынок производных в сотни триллионов долларов. При этом формула не является точной в своих предсказаниях. **Плохая формула лучше ее отсутствия!**

Возможные приложения 3

Ограничения:

- не годится для венчурных фирм;
- плохо работает для быстро растущих фирм (газелей);
- требует адаптации для единичных производств с длительным производственным циклом.

Уважаемые коллеги, попробуйте посчитать для ваших задач.

Буду рад обратной связи.

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; a.buhvalov@spbu.ru
-

Миссия РЖМ состоит в создании и постоянном обновлении среды взаимодействия различных категорий авторов и читателей. Цель — поддержка широкого спектра исследований по менеджменту и содействие продуктивному обмену знаниями о принципах и механизмах управления современными организациями, о путях достижения конкурентных преимуществ на российском и международных рынках.

Содержательные приоритеты

Важнейший приоритет журнала — публикация статей высокого класса, находящихся на международном уровне по своей концепции, предмету исследования, исследовательским техникам. Основной тематический профиль РЖМ — менеджмент организаций.

Основные разделы

Теоретические и эмпирические исследования. В разделе отсутствуют ограничения, связанные с тематическими направлениями менеджмента организаций (в т.ч. могут рассматриваться и некоммерческие организации) или с использованием определенного технического инструментария (статьи, основанные на концептуальном анализе, имеют равное право на существование со статьями, основанными на математическом моделировании или анализе эмпирических данных). Независимо от тематики и техники статьи должны иметь четко сформулированную задачу исследования и позиционироваться в системе координат современных исследований по выбранной проблематике.

Практика менеджмента. В данном разделе публикуются статьи, посвященные изложению и анализу конкретных ситуаций применения управленческих концепций и техник в реально существующей компании (организации). Это предполагает анализ действий (выбора решений) компании в течение некоторого периода времени с анализом результатов этих действий (по определенному критерию), ожидается не описание «лучших практик», а анализ используемых практик и результатов этого использования. Данному разделу соответствуют и работы, изучающие влияние изменений в законодательстве или государственной политике на деятельность конкретных компаний и/или отраслей. Особо интересны для раздела работы, посвященные анализу стратегических ресурсов и достижению конкурентных преимуществ отдельными фирмами.

Обзоры. РЖМ публикует научные обзоры по различным направлениям менеджмента. Основное требование к статьям данного раздела — оригинальный критический взгляд на выбранную проблематику и анализ широкого спектра литературы по рассматриваемой проблематике, прежде всего журнальной (отечественной и зарубежной, классической и современной).

Приглашение авторам

РЖМ приглашает авторов к представлению на рассмотрение оригинальных исследовательских статей. Основными разделами журнала, в которых публикуются представляемые статьи, являются разделы «Теоретические и эмпирические исследования», «Обзоры», «Практика менеджмента». Элементом процедуры рассмотрения статей является их «двойное слепое» рецензирование. Базовые требования к статьям (в т.ч. по структуре и объему), политика редакции в отношении отбора статей и правила подачи изложены на сайте журнала www.rjm.ru в разделе «Авторам».

Учредитель журнала: Санкт-Петербургский государственный университет.

Периодичность: четыре номера в год.

Цитируемость: журнал входит в топ-3 российских журналов экономического и управленческого профиля (по уровню цитируемости и по различным экспертным рейтингам); 5-летний импакт-фактор журнала в РИНЦ — 1,621.

Подписка: через подписной каталог «Роспечати» (индекс 41070); возможно оформление подписки напрямую через редакцию (цена — 1000 руб./год).

Более подробная информация о «Российском журнале менеджмента», в том числе файлы оригинальных статей (с годовым эмбарго), доступна на сайте www.rjm.ru.

**Публикации «Российского журнала менеджмента»
по проблематике корпоративного управления и оценке, 2005–2015 гг.**

Исследовательские статьи по корпоративному управлению

Т. Г. Долгопятова, А. М. Либман, И. О. Петров, А. А. Яковлев. Роль совета директоров в российских растущих компаниях: опыт АФК «Система». Т.13, №№1–2, 2015 г.

А. Н. Степанова, О. С. Шиханцова. Инсайдерская собственность и стратегическая эффективность компаний в странах БРИК: анализ 2003–2013 гг. Т.13, №1, 2015 г.

Е. М. Рогова, Г. О. Бердникова. Ценовая реакция российского фондового рынка на объявления компаний о дивидендных выплатах. Т.12, №4, 2014 г.

А. А. Муравьев, И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина. Корпоративные конфликты и политика фирм в области занятости и заработной платы. Т.10, №2, 2012 г.

И. В. Беликов, В. К. Вербицкий. Корпоративное управление: PhICS-модели для реальной практики компаний. Т.9, №4, 2011 г.

А. В. Бухвалов. Бизнес в России: масштабное полевое исследование, регрессионный анализ и трудные выводы. Рецензия на книгу: Dolgopyatova T. G., Iwasaki I., Yakovlev A. A. (eds.). Organization and Development of Russian Business: A Firm-Level Analysis. Palgrave Macmillan. Т.9, №4, 2011 г.

Исследование Российского института директоров при участии Российской экономической школы. Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2009 гг. Т.9, №1, 2011 г.

Л. С. Ружанская. Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования. Т.8, №3, 2010 г.

А. Е. Шаститко, Т. А. Радченко. Структурные альтернативы оценки качества корпоративного управления. Т.8, №2, 2010 г.

А. А. Яковлев, Ю. А. Данилов, Ю. В. Симачев. Глобальный финансовый кризис и корпоративное управление. Т.8, №2, 2010 г.

Т. Г. Долгопятова. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? Т.5, №3, 2007 г.

В. А. Королев. Российский собственник на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль семьи и корпоративное управление. Т.5, №3, 2007 г.

А. А. Яковлев, Ю. А. Данилов. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование. Т.5, №1, 2007 г.

А. Е. Шаститко. Проблемы корпоративного управления и пути их решения в корпоративном законодательстве. Т.4, №2, 2006 г.

Р. И. Капелюшников. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений. Т.4, №1, 2006 г.

Дж. Джиллис, П. Барта, Р. Леблан. Структура против функции: эволюция корпоративного управления. Т.4, №1, 2006 г.

С. А. Монтгомери, Р. Кауфман. Утраченная связь между Советом директоров и акционерами. Т.4, №1, 2006 г.

Хрестоматия: Корпоративное управление — Логика IPO

А. В. Бухвалов. Почему компании становятся публичными? Теория и практика IPO. Т.7, №1, 2009 г.

М. Пагано, Э. Роелл. Выбор структуры собственности компании: агентские затраты, мониторинг и решение о превращении компании в публичную. Т.7, №1, 2009 г.

М. Пагано, Ф. Панетта, Л. Зингалес. Почему компании становятся публичными? Результаты эмпирического анализа. Т.7, №1, 2009 г.

Хрестоматия: Корпоративное управление

А. В. Бухвалов. Корпоративное управление как объект научных исследований. Т.3, №3, 2005 г.

Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шлейфер. Корпоративная собственность в различных странах мира. Т.3, №3, 2005 г.

Исследовательские статьи по оценке

А. В. Бухвалов, Е. А. Акулаева. Эмпирическая фундаментальная оценка российских компаний: в поисках стратегической ценности. Т.12, №2, 2014 г.

А. В. Бухвалов. Асимметрия между инсайдерами и аутсайдерами: проблемы двойственности оценки активов компаний. Т.6, №4, 2008 г.

Хрестоматия: Управление ценностью компании

Д. Л. Волков. Управление ценностью: показатели и модели оценки. Т.3, №4, 2005 г.