



**Высшая
школа менеджмента**

Санкт-Петербургского
государственного университета

Стратегические финансы: стратегическая ценность компании – ее содержание и способы определения

**А.В. Бухвалов
ВШМ СПбГУ**

**II Научная конференция «Управленческие науки в
современном мире», Финансовый университет при
Правительстве Российской Федерации**

25 ноября 2014 г.

Стратегические финансы

Стратегия компании – это искусство достижения успеха

Финансы компании – это денежный результат реализации стратегии

Если хочется изменить финансовые результаты компании, надо менять стратегию. Единство стратегии и финансов компании представляет собой *стратегические финансы*

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 неторгуемых 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 , β_0 , 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

Оцененная модель для 2013 г.

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

Фундаментальная ценность 4

Ограничения модели:

- ❑ корректное оценивание модели следует производить по консолидированной отчетности и по балансовой ценности, рассчитанной по рыночной оценке; пока в России приходится мириться с расчетом по существующим данным;
- ❑ на практике остаточную прибыль следует усреднять по нескольким годам для защиты от манипулирования и учета отраслевых особенностей (единичное производство);
- ❑ модель не применима к быстро растущим компаниям, в частности, к стартапам;
- ❑ ставка требуемой доходности дискуссионна.

Важное замечание:

- ❑ несовпадение фундаментальной оценки с капитализацией для торгуемой компании не может трактоваться как ошибка модели – фундаментальная ценность менее волатильна, а рынок едва ли совершенно эффективен.
-

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».
 - ❑ <http://www.rjm.ru> – электронные версии статей
 - ❑ bukhvalov@gsom.pu.ru
-