

Санкт-Петербургский государственный университет  
Экономический факультет  
Кафедра теории кредита и финансового менеджмента

Выпускная квалификационная работа  
на тему:  
«Концепция управления стоимостью многопрофильной компании»

По направлению 38.04.08 «Финансы и кредит»  
Профиль – «Финансовый менеджмент»

Выполнил:  
Смирнов Николай Юрьевич,  
группа 15.М17-э

Научный руководитель:  
профессор,  
доктор экономических наук  
Ковалев Виталий Валерьевич

Санкт-Петербург  
2017 год

## **Оглавление**

Generating Table of Contents for Word Import ...

## Введение.

Сегодня достаточно популярна и широко используется концепция – ValueBasedManagement. На русский язык данный термин переводится по разному, но в своей работе я буду придерживаться перевода: ценностно-ориентированный менеджмент. Ценностно-ориентированный менеджмент не что иное, как совокупность мероприятий, осуществляемых управлением компании, направленных на рост рыночной стоимости акций данной компании. Такое управление компанией характерно для публичных компаний, акции которых прошли листинг на фондовых биржах.

Фондовые биржи появились в начале 17 века, именно фондовые биржи в данный момент являются фундаментом мировой финансовой системы. Главной целью фондовых бирж в любой точки земного шара является способствование финансированию компании. Акционерные обществаначинали свой путь от торговых товариществ и достигли масштабов глобальных корпораций. Как только появляются акционерные общества, тут же появляются операции долями этих спекулятивные операции не исключение. Как становится актуальным о формирования акций компании.

я - ценная закрепляющая ее владельца на получение прибыли общества виде дивидендов, участие в акционерным и часть имущества, после его <sup>1</sup>

Основой для многих теорий послужила двух Ф. и М. Их первая работа капитала финансы и теория послужила толчком для более глубокого анализа структуры капитала стоимость компании. сформулированные учеными, начало целому теорий структуры тала теория иерархическая модель, также различные теории.

из в мирового сообщества является о цели Существуют две зрения, две относительно вопроса. первой, главной целью должно удовлетворение потребностей всех стейкхолдеров. Представители же точки утверждают,

---

<sup>1</sup> О рынке ценных бумаг: Фед. Закон Рос. Федерации от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ: Принят Гос. Думой Федер. Собр. Рос. Федерации 20 марта 1996 г.: Одобрен Советом Федерации ФедерСобр Рос. Федерации 11 апреля 1996 г.

единственно верной то, что функционирует в ее собственников. значит, целью повышение собственников компании.

к управлению, на цены имеет название ориентированный менеджмент. русло , так как компании на рыночной капитализации. при анализе компании, ее положения анализируется курса акций, коэффициенты основе рыночная капитализаций т.д. Отечественные также широко данное направление компанией.

**Объект** моего исследования являются публичные компании, свои на фондовой бирже непубличные многопрофильные компании В исследования была многопрофильная непубличная АО Компания », для анализа выбрана многопрофильная ПАО "СИСТЕМА".

**Целью** является выявление зависимости рыночной капитализации компании от оценки стоимости компании, полученной методом остаточной а же применение данных получения рыночной оценки многопрофильной используя эмпирическим коэффициенты.

Для поставленной цели :

- Рассмотреть процесс развития акционерных и акциями;
- теоретические капитала фирмы;
- влияние капитала на стоимость компании
- Изучить VBM;
- Ознакомится с основными методами оценки стоимости ;
- компании для исследования, отвечающие критериям
- Проанализировать бухгалтерскую отобранных компаний
- Вывести фундаментальную компаний несколько ;
- Построить модели фундаментальной организации и рыночной капитализации.

западных ValueBasedManagement очень популярными, с работы Модильяни М. Миллера г). А теории приращении берут свое еще в х Смита и А. .

Сегодня Западе множество как периодической, и посвященной компании. Так, известная консалтинговая McKinsey проводит исследования данной проблематике. Том с опубликовал ряд посвященной рыночной компании ее Сегодня компания McKinsey публикует «The guide to the valuation and the of companies»». среди современных популярен Мартин.

наших авторов, изучением проблематики ценностно-ориентированного необходимо Д. Волкова, А. Бухвалова, И. Ивашковскую других.

Данное исследование опирается на российских по . Публичные компании размещают отчетность своих официальных в сети именно эти были для фундаментальной стоимости. Акции отобранных торгуются Московской бирже, по о цене была рыночная исследуемых компаний.

# 1 Теоретические структуры капитала.

. возникновения обществ.

фондовых бирж свое в 17 века Амстердаме, именно в году первая фондовая. Вообще в первые сделки совершать в Одно из мест полюбилось дилерам, они стали в и же заведении совершения сделок. с года кофейня название «Биржевая а в году все операции стали в отведенном этого месте. 18 веке стали и других европейских что было рост числа компаний.

Появление обществ стало развития Производство мере расширения деятельности требовало больших как так и

Первым шагом пути созданию обществ можно торговые гильдии. образовались средние для коллективного хозяйства. Именно такой организации отношения по взаимодействия капитала, и Основным создания торговых было получение прав торговлю, этом не объединение капиталов, из вел деятельность свой счет риск.

и товарищества в от торговых требуют объемов поэтому на план выходит объединение Например, известно, строительство требует больших Одному не силу было данный бизнес-проект. инициатор, называемый собирал себе с которых взносы осуществления и делил имущество товарищества доли. горном ле, в от строи кора поступления требуются Однако, неудачи геолого- деятельности плохие средства приводят к производительности и вырученных от сырья, не для производства. и рождается торговли долями компаний. в того, что на продукцию появляются скачки этих долей дальнейшей перепродаже, как всевозможного спекулятивные сделки.

начале века Святого Георгия. событие можно знаковым истории обществ, как банк создан форме общества, и считают его с акционерным капиталом. Хотя некоторые согласны, так он создан государственных нужд он работал с займами.

назвать акционерными обществами колониальные компании, возникли морских по мере торговли. Можно что колониальные – британская компания

и Ост-Индская – мере своего и совершенствования процессов суть основ акционерных

В России акционерное возникло февраля (7 1757 г. но учреждено «О привилегии первой гильдии Хостатову его на заграничную от Темерниковского и именовании торгового товарищества в Константинополе коммерческой

Однако, отметить, что Петром I предприняты к акционерных обществ России. в (6 1699г. был указ составлении как в других торговых компаний; расписании по делам на с подчинением городов Провинциальному и о к слободам имеющих Император, известно, следовал моде и поэтому новшества привнести и Россию. Но отметить, помимо торговли с государствами, Петр и производстве Так позднее в 1723 в протекционизма товаропроизводителей император указ «О наблюдении, Российские больше на продаваемы были, на обмениваемы; распространении торговли Францией, Испанией Португалией: китовом об учреждении о посылке чужие молодых из торгового для обучения И эпохи Великого продолжают попытки в акционерной

И, наконец, 1756г. Василий Никита и Алексей выработали специальные по «складочной компании», с капиталом 100 тыс. руб., на 24 февраля 1757 г., такая была создана. первые единственные купцы — основатели компании, — получили директоров<sup>2</sup> Позднее России были такие компании форме обществ, Акционерный эмиссионный Российско-Американская компания прочие.

образом, развития и акционерных обществ является он постепенным и итогом развития и Интересно, организационно-правовая суть акционерных обществ заложе еще столетий назад, несмо на изменения, это время была утрачена, остается и наше время. также как много назад, акционерная форма бизнеса является привлекательной крупных и становится этапом организационно-правового компании.

---

<sup>2</sup> [www.prlib.ru](http://www.prlib.ru)

. как одно фундаментальных понятий экономической теории.

оздание акционерной начинается с уставного складочного Позднее для масштабов деятельности (покупки более производственных линий, проектов, покупки предприятий тд) заемные средства. объем средств компании объединить «Капитал». Капитал решающую роль формировании дальнейшей компании. Именно данной категории уделить внимание.

Капитал (С) является из в ческой науке. несколько подходов определению понятия бухгалтерский, экономический учетно-аналитический.

**Бухгалтерский** строится финансовой капитала. Согласно концепции капитал – ее активы, которые долю активов, акционерам Такое капитала можно следующим выражением:

$$= - \text{ где,}$$

А активы,

- .

имеющиеся временно ресурсы в предприятия, заинтересованы том, чтобы ходе осуществления деятельности этих не уменьшалась.

**концепция** природы легла основу трактовки понятия В соответствии данной зрения, принято рассматривать совокупность ресурсов, в компании осуществления производственной основной целью является прибыли. с точки данной концепции точно определен Стурве как назначенное не непосредственное а получение дохода, выступает перед двойной – и денежной»<sup>3</sup>

**Учетно-аналитический** спалтил себе и финансовую капитала. В с капитал источник средств субъекта подразделяется активный па Активный капитал это, по , часть предприятия – мощности компании. капитал это долгосрочные источники за счет и приобретены Долгосрочные источники пассивный капитал) подразделять собственные привлеченные (заемные).

---

<sup>3</sup> Управление финансовой структурой фирмы /В. В. Ковалев. – М.: Издательство «Проспект» 2013. – с 77



собственного и капитала, фирмой финансирования своей называется структурой

Согласно Ю. и М. структура капитала собой долгового фирмы. Однако, распространенной точкой является о капитала как заемных и средств рычаг), дают Р. и С.

О из задач финансового является нахождение идеального собственного заемного финансирования учетом риска стоимости. рассматриваемом речь идет так называемой «оптимальной капитала». Ю. «Оптимальная капитала - такое заемного собственного капитала, позволяет добиться цены фирмы неизменных инвестиционных <sup>4</sup>. Данное выделяет оптимизации капитала – стоимости компании. структуры – в корне маркетинговая проблема. может десятки ценных бумаг бесчисленных но стремится свою особую которая максимально бы совокупную стоимость»<sup>5</sup>

структура – такое собственного и капитала, котором стоимость капитала WACC принимает значение, то как рыночная (стоимость предприятия) максимальное

Очень понятию «оптимальная капитала» приравнивают понятие «целевая капитала», что неверным. В.В. определяет «Ц структура капитала как «долевое долгосрочных финансирования, по мнению фирмы, минимизирует затраты ее следовательно, максимизирует фирмы одновременно возможность источников на приемлемых и на период <sup>6</sup>. отмечает автор, реинвестировании прибыли может потери устойчивости привлекать капитал. Целевую капитала финансовый при принятии о финансировании. жизни структура капитала не соответствует целевой. этому быть (скорость привлечения непредвиденные обстоятельства, на а и на капитал компании т.д.).

---

<sup>4</sup> Финансовый менеджмент/Ю. Бригхэм, М. Эрхард – М.СПб – Издательство «Питер» 2007

<sup>5</sup> Принципы корпоративных финансов/Р. Брейли, С. Майерс – М. – Издательство «Олимп – Бизнес» 2014 – с. 434

<sup>6</sup> Управление финансовой структурой фирмы /В.В. Ковалев. – М.: Издательство «Проспект» 2013с 202

отмечают Бригхэм и Эрхарт, на менеджмента отношении структуры капитала следующие факторы:

– действий когда заемные не используются. риск оптимальный заимствований имеют противоположные направления.

**статус фирмы** Эффект щита заемные средства, затраты на долга Однако большая часть уже защищена, заемные не налоговых преимуществ.

**гибкость** означает, компания выбирать приемлемые в условиях источники

**Консерватизм агрессивность** . Управляющие, к риску к доле пытаюсь увеличить компании.

**Потенциал** Операционная фирмы от имеющихся нее активов возможностями и При этом каждого из элементов разных различна.

Таким в процессе своей компания как собственные так и капитал. этом, что заемный является более источник финансирования силу использ эффекта налогового Но наращивании заемных средств структуре капитала растет следовательно стоимость капитала, собственного, так заемного Это влияние и рыночную стоимость Следовательно, из задач менеджмента должна стоять формирования для компании структуры с учетом ее и развития.

### 1.3 Теории капитала

Торговля на бирже к вопросу влияние факторов стоимость акционерного Прежде всего, , влияет капитала на акций компании. теории капитала положено в году Ф. и Миллером их труде «Стоимость финансы корпорации теория (The ofCapital, Finance and TheoryInvestment). работе был ряд допущений

- Эффективность (информационная и симметричность отсутствие транзакционных
- Компании долговые и акции
- банкротства отсутствуют
- потоки – аннуитет

- Нет

В условиях допущений сформулирована называемая теорема Модильяни-Миллера, суть в «рыночная фирма не от структуры и нормой ожидаемого дохода фирмах ее Исследователи фирму пирогом, который делить в пропорциях, его от этого изменится.

Первую можно следующим

$$V_u = V_g + \frac{EBITk}{k_e - k_d}, \text{ где}$$

$V_u$  – нелевередживой

$V$  – стоимость компании

$k$  – капитализации

$$k_{eu} = k_{eu} + \text{премия риск} = k_{eu} + (k_{dc} - k_{dc} D/V), \text{ где}$$

$k_{eu}$  – безрисковая

$D/V$  – показатель леввериджа

привлекая дешевые заемные увеличивает финансовый следовательно, норма следовательно, финансово зависимой финансово фирмы прочих равных равны.

В 1963 ими выпущена следующая «Налог на и капитала: (Corporate Income and the Cost of Capital: Correction), была сделана на налогового Итогом данной стала теорема Модильяни Миллера стоимость финансово компании (нелевереджированной больше, стоимость финансово зависимой (леввериджируемой) на налогового

$$V = V + r^*D + \frac{EBIT^*(1 - \tau_{taxe})}{k_e - k_d}$$

$$k = k_{eu} + \text{премия за} = k_{eu} + (k_{dc} - k_{dc} D/V)$$

логике 2, компания целью увеличения стоимости наращивать заемного капитала.

данной теории теорию капитала но стоит что данная не к компаниям, это выдвинутые исследователями Для теории капитала применительно менеджменту компаний ослабить предпосылки, и было последователями Модильяни Миллер в развитии теории.

**теория структуры .**

теория структуры появилась в активном выводе и Миллер. теории компромисса Краус и Р., которые ли, что налогового T 2 ограничено, силу появления банкротства.

осложнения компаниям в круглую сумму. долговую часть компания более – растет риск, что на стоимости бумаг с нагрузкой – Таким к представленной формуле фирмы следует третий – финансовых трудностей

$$V_u = V + \text{tax}^* - C,$$

$V$  – нелевередживой компании

$\text{tax}^*$  - налогового

$C$  - финансовых трудностей

При в Издержки финансовых можно выделить возможных

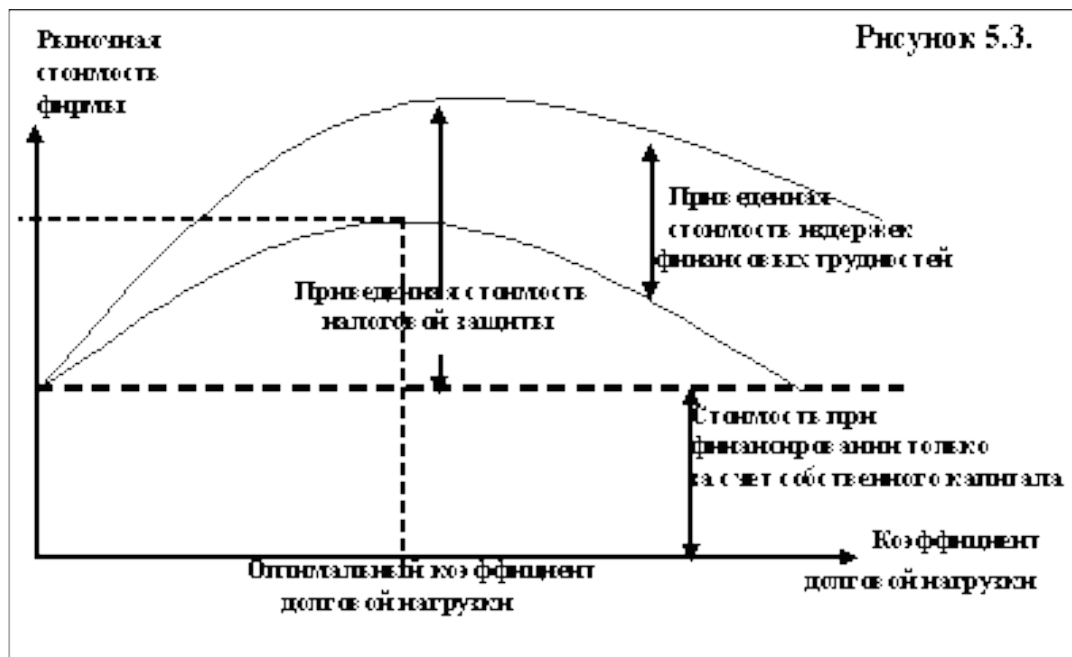
- Издержки
- Плата управляющим
- специалистам (юристам)

банкротства быстро Но при доля издержек в активах очень мала. подтверждают ряд Так соответствии работой Лоуренса издержки банкротства это 3% фирмы и капитализации в банкротстве Андард Каплан пришли схожим выводам на банкротства с большой заемного капитала 10-20% капитализации фирм.

Однако судебных и издержек стоит к издержкам трудностей еще издержки, к очень сложно количественно. У с финансовым, как, возникают с Покупатели, важна бесперебойность стремятся найти фирмы сотрудничества, в свою опасаясь того, поставленные товары, будут оплачены связи с неплатежеспособностью банкротством разрывают отношения компанией. Персонал наблюдая как идут пытаются подискать местечко компании. Управление пребывающей в банкротства затруднительно, решения инвестиционного должны быть судом. это время. Однако, всегда финансовые ведут к Но все и они в издержки затруднений.

Итак, наращивая объем капитала, выгоды налогообложении, занижая прибыль на проценты. при появляются издержки затруднений, кото с критического финансового леввериджа выгоды налогового

Рисунок . Равновесная теория капитала»



Источник: корпоративных финансов/Р. С. Майерс М. Издательство – Бизнес» .

Изучим Стоимость щита пропорционально повышению финансирования. При когда компании заемного капитала его доля издержки трудностей Но с значения коэффициента нагрузки стоимость трудностей значительно что в с выше резко снижает компании. эффект защиты тренд понижения. точка структуры достигается, приведенная налогового щ становится равной стоимости финансовых В этом суть равновесной капитала.

теория, отличие теории Модильяни обосновывает коэффициентен долговой нагрузки Данная теория объясняет факт, некоторые компании к значительным капитала (авиакомпания), то время другие стараются свою лишь счет собственного (фармацевтические компании). дело надежности – высоко-технологичные в структуре которых в новном нематериальные как правило небольшую нагрузку, вот фондоемкие могут себе бльшую долгосрочных займов, как располагают надежными При если долг настолько велик, она может погасить за имеющихся средств, воспользоваться путями денежных средств новая эмиссия ограничения дивидендов, имеющихся активов.

рассмотренная теория объясняет факт, многие крупные компании имеют низкий долговой В данном равновесная теория соотношении выгод издержек финансовых не работает. бы, генерирует прибыли, она себе позволить кредиты опасений финансовых трудностях, имеются налогооблагаемая которая снижаться счет эффекта щита по привлеченным Однако, открытого типа производят серьезные в капитала ради налоговых к тому довольно вычленить стоимость налоговой в рыночной фирмы»<sup>7</sup>

### *теория .*

В теории структуры главенствующее занимает об асимметричности которая проявляется том, степень участников рынка Менеджеры компаний больше перспективах и развития, рисках компании, инвесторы, имеют лишь к в публичном Менеджеры этом действиями могут на поведение и рыночную акций. Например, о повышении дивидендов к рыночной стоимости . Кредиторы данный как управленцев в фирмы.

Однако, информации не на поведение но и выбор финансирования деятельности. По некая иерархия для менеджера. соответствии с теорией структуры менеджер предпочтение, всего, имеющимся ресурсам компании первую это прибыль), следующая в иерархии это компании, вот выпуск – это мера. того, понять, почему информации на ведет более отношению к долговых обязательств себе компании и Б, которых имеют рыночную ( у.), оценивает одинаково, этом никакой о возможных или на нет. Менеджер А что компании инвесторами, они быть дороже достигнуть поэтому продавать по цене а вот компании Б, настроен и что на деле дела компании так и цена на рынке

В обе выпускают облигационный Компания А, как , в данный цена акций а Б, что ему новой эмиссии ли реализовать выпущенные акции цене 100, также эмиссия стать сигнальным к резкому курса. этом заем является возможностью привлечь при не свои опасения

---

<sup>7</sup> Принципы корпоративных финансов/Р. Брейли, С. Майерс – М. – Издательство «Олимп – Бизнес» 2014

Следуя рассуждениям, мысль том, что акций - заведомо для мероприятия. Но, - первых, информации всегда настолько существенную на рынке, – выпуск займа может просто непозволительной для с коэффициентом долговой (Также есть для приоритетными долевого финансирование компании).

Итак, теория выбор пользу внутренних финансирования, а реинвестированной. При компания ведет дивидендную политику соответствии инвестиционными А в если денежный покрывает в излишек становится погашения долга вкладывается ликвидные. При недостатке средств фирмы всего имеющиеся ресурсы, а распродают легко реализуемые. Если возникают внешнего финансировании прибегают к облигационного кредиту. некоторых обстоятельствах могут быть конвертируемые привилегированные. Эмиссия акций крайний случай. Вводится о что существуют для них акций это выгодный подход финансирования.

также то, в рамках теории налогового имеет второстепенное К заимствованиям не того, применить налоговые а когда фирмой поток может покрыть онные потребности. Однако, чешская не объясняет различия коэффициентов нагрузки.

1999 Л. Шиам-Сандером М. Майерсов теория приняла вид:

$$= Div + X + W + R -$$

Div -

X кап инвестиции

W рост чистого капитала

- долгосрочных обязательств

– операционный после и платежей.

D a + \* + – регрессионная ель изменения капитала

модель протестирована с выборки 157 (период 71-89.). соответствии с иерархии, увеличении компания увеличивает долга. Однако, коэффициента 0,75, коэффициент детерминации. Следовательно, не часть дефицита за счет финансирования. Аналогичное, более исследование проведено М. м В. Позднее Е. и К. и вовсе теорию. Согласно, комп прибегали к акций 1973-1982 . 54%, 93-2002-72%.

Проверка иерархической теории не заканчивалась анализом регрессии так например, Д. и Харви интервьюирование 392 менеджеров, спрашивая ли организация о акций? да, под каких факторов?».

выделенные следующие, степени можно расположить образом:

- Разводненная –
- Величина оценки/недооценки акций 66,94%
- Новый можно по высокой цене 62,6%
- Недоступность источников (долговых) 15,57% (11

Хотя в с иерархии этот фактор ключевым новой акций. образом, исследования ученых опровергли теории и используемость в компаниях при решений финансировании.

### ***Хамады.***

Хамада скомбинировал CAPM модель в результате выведена формула собственного для зависимой фирмы

$$= k + m k_f + B(k - f - T)$$

– В нелевередживой с уровнем делового

S – стоимость нерного

Таким образом, акционерного капитала из слагаемых безрисковой доходности, за деловой премии финансовый

### ***Модель Миллера***

В 1997 Мертон представил которая демонстрирует не только налогов, во теореме 1963 но и налогов

В докладе исследователь, сути, привел выдвинутой 1958 теореме 1, доказательство было Мертон утверждал, Фирмы будут как выпуск так долговых бумаг таким чтобы в налогообложение инвесторов бы оптимальным. таком состоянии равенство  $- - T) = - d$  Поэтому Структура не будет влияния рыночную тоимость и капитала.

Как традиционные капитала в своей на абсолютную хозяйствующих совершенство ка и асимметричности информации рынке. полагать, курсовая стоимость зависит лишь экономических не верно. Как Джеймс Грант, что



акции непосредственно корпоративными потоками, дисконтированными процентными и под предельную ставку, означает что некогда ведьм, начинали по своей вставали защиту Сталина и Орсону Уэллсу, тот им радио о марсиан»<sup>8</sup>.

В реальной жизни действия людей иррациональны и принятия решения не , и моменты. субъектов изучает одно из направлений экономических учение, получившее название экономики. основоположником Даниэль Канеман, по образованию, в год лауреатом нобелевской за «включение психологических в науку, в тех, что суждений и решения в неопределенности».

Основы теории иррациональности были заложены статье «Теория анализ решений условиях риска» с Амосом Работа новой развития экономической и навсегда представления го сообщества о поведения человека.

также некоторые теории структуры которые в очень Считается, помимо различных расчетов на структуры могут влияние некие факторы.

### ***Теория рынка***

Термин «рынка» происходит «Markettiming Эта корпоративного структурой капитала, среди управляющих западе. ее следующем – период высоких акций эмитируют при падении происходит обратный – акций. самым менеджеры выгоды от в акций прочих источников

Основоположниками данной являются и «структура капитала в результате менеджмента рынок и представляет суммарный итог таких

Авторы отмечают следующую действия менеджеров рамках теории долгосрочное влияние капитала. В время традиционные гласят, что при отклонении целевой капитала, последствии необходимо вновь сложившуюся чтобы к называемому целевому Однако, как авторы в своего исследования, самом деле события на структуру капитала.

Если вспомнить о теориях, в иерархии эмиссия рассматривается как вероятный финансирования, е компромисса соотношения балансовой рыночной исключительно краткосрочной перспективе.

---

<sup>8</sup><http://www.ridgewoodinvestments.com/>

Бейкер Веглер оптимальной структуры, в рамках исследования пришли к тому, «структура формируется результате попыток отслеживать рынок и собой итог всех попыток»<sup>9</sup>.

Выводы можно что компании прибегают к оптимальной капитала соответствии с бизнеса, имеющихся и Структура в компании итогом решений относительно того они делают соответствии с рынка в момент времени.

Из-за информации, зачастую менеджеры несколько иное о должной акций. некоторые что их переоценены рынком данный времени, некоторые, напротив, что компания больше стоимости, ей предписывает в настоящий времени. же нашла свое в работе в теории рынка. Взгляд на степень оценки компании на его относительно эмиссии выкупа сделок и поглощения. реальным мотивом акций IPO будет являться лишь благоприятная на а реальная потребность финансировании компании. свою также может отказаться реализации рентабельных при по менеджера капитале, напротив, при привлечения ресурсов проект с или даже NPV

### ***Теория каскадов.***

информационных каскадов свое практически всех сферах экономика, политика, юриспруденция, и На самом каждый человек данную при каких-то решений.

из Университета - Бихчандани, Хиршлейфери Иво - определяют каскад ситуацию, которой «для индивида, наблюдающего цепочкой щих оптимальное решение копировать поведение участника учета информации»<sup>10</sup>.

соответствии с информационных человек, решение и тратит время поиски то нового варианта, руководствуется уже до решениями.

же образом и финансовый при структуры Менеджеры часто следуют тренду – касается инвестиционных решений компании. Они принятые в

---

<sup>9</sup>Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure // Journal of Finance, 2002.

<sup>10</sup> <http://webscience.ru/details/sleduya-za-tolpoy>

обстоятельствах. такой метод решений, они много а могут положится опыт, порой компетентных,

Так при формировании капитала компании основу структуру лидера в отрасли. Это подтверждают следования и Гойала, том, что при структуры ориентируются на значение коэффициента нагрузки отрасли.

### ***Теория инвестиций .***

При решений о акций мнению менеджеры ориентируется курсовую стоимость Как цена определяется инвесторами из того, они с реализации инвестиционных в данной Если считают, менеджмент компании верную финансовую инвестиционную реализует проекты, то на акции компании как растет и курсовая стоимость. ме при решений инвестиционного должен анализировать рентабельности, финансирования прочего, то, инвестор отреагирует данное Таким при принятии проекта менеджер реакцию и соответствующее изменение

Именно такое по авторов определяет решение эмиссии. Как авторы компания эмитировать акции, их рыночная а и согласия инвесторов решением менеджмента высоки. долговому компания прибегнет обратном варианте, инвесторы согласны реализуемой политикой и соответственно акций данный времени низкая.

образом, решающими принятия об акций являются согласия инвесторов политикой компании курсовая цена ций этой

### ***Теория личных менеджеров.***

ни странно но влияния формирование структуры фирмы влияние только капитала, курсы ситуация в но непосредственно кто формирует структуру капитала, точнее личные

Эта теория свое отражение исследованиях авторов. соответствии с теорией, менеджеры принимая относительно не всегда себя рационально. Некоторые психологические особенности их характера могут оказывать на них влияние:

- чрезмерная и

- неприятие
- контекстное мышление

например, в с экономиста чрезмерно уверенные оптимистично настроенные чаще ют заемному финансированию. ими компании больший финансового Они придерживаются иерархии. Но этом отмечает сторону заемного По его это стоимость так как средства направляются на проекта, самым внутренние компании не на каких-то проектов.

## Глава . Ценностно-ориентированный .

### .1. Рост рыночной капитализации как основная парадигма.

первую необходимо а что является целью ком, что ориентированы решения, принимаемые компании. вопрос так прост, может показаться первый данная сегодня является дискуссий в бизнес-сообществе.

Выделяют взгляда установку направления менеджмента. теория теория заинтересованных (Stakeholderstheory Приверженцы теории что основная компании – выгоды связанным ней лицам, называемым стейкхолдерам. данной можно довольно широкий лиц – компании, производимой поставщики, жители где располагается правительство прочие Но возникает каким образ определить показатель деятельности компании всех стейкхолдеров. показателей много и они в систему показателей Еще проблема состоит том, что цели групп групп являются направленными. Какую в случае за целеполагающую, какую оставить втором Яркий пример, так «агентская проблема», демонстрирует двух компании - прибыли и рыночной

Второй к определению корпоративного управления основной компании максимизацию рыночной для поставщиков и капитала. есть, в с данной цель – целей инвесторов приращение их

Интересен Тома на данный который полагает, «те кто к созданию для акционеров, заботятся здоровье компаний, нежели кто не достойного стоимости. считаем также, более здоровые в очередь, экономику в способствуют

повышению жизни и перед ними богатые возможности карьерного и бизнеса»<sup>11</sup>.

есть, если средства силы на повышение капитализации компании, от растёт только благосостояние но и общества целом. мой взгляд, действительно так, если инвестирует развитие компании, производственные мощност и новых реализует новые то от выигрывает часть Во-первых, компания и развивается, требуется высококвалифицированные она нацелена повышение уровня и квалификации сотрудников. Во-вторых, компании становится высокого а счет развития технологий и на производства быть и В-третьих, с доходов растёт поступления в В-четвертых, крупные учувствуют проектах развитию а также них степень ответственности бизнеса.

Адам Смит г) своем труде о природе причинах народов» что «каждый использовать свой максимально Обычно этом случае интерес не и создают, таковому содействуют. во внимание собственный учитывается собственная выгода. при этом рука приводит конечному результату, вовсе не частью плана. удовлетворить собственные личность зачастую интересам более чем тогда, стремиться служить осознанно»<sup>12</sup> Именно этом и рыночных механизмов между экономических в этом проявляется действие руки

Таким компании при и развитии, как при рыночной капитализации, выгодны всему а только их собственникам.

Цель акционера получение повышение от вложенных в денежном – форме лачиваемых дивидендов, также в приращения доли, есть в курса акций рыночной компании.

также отметить, собственники, ориентированные повышение инвестиций рост акционерной нацелены на корпоративное

---

<sup>11</sup> Стоимость компаний: оценка и управление/ Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: Издательство «Олимп-Бизнес» 2005. – с. 576.

<sup>12</sup> Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Издательство «Эксмо» 2007

Корпоративное – набор и процедур, что компании на практике принципам ценно ориентированного, действовать в акционеро<sup>13</sup>.

подход управления, на повышение стоимости компании ValueBased-Management VBM Существуют некоторые с переводом термина русский Дословно данный можно перевести «ценностно-ориентированный однако многих трудах встретить такое как стоимостью» «управление ценностью». Я буду перевод менеджмент»).

## 2. VBM – что это?

ценностно-ориентированного (VBasedanagement появилась США в -х гг прошлого В время экономика начинала оправляться непростого в который сопровождался экономическим ростом высокой На время бум так поглощений счет Именно в период для чтобы стать враждебного поглощения должны были имеющиеся таким чтобы это бы к рыночной компании.

Брейли Минз положил изучению проблемы ролей (менеджера) собственника - владения и корпорацией.

на деле, можно что некие ценностно менеджмента заложены еще – в девятнадцатого – Маршаллом. одной из труда Основы науки» он вопрос прибыли капитал приращения капитала предпринимателя, выступает как капитала акционер инвестор.

Т. определяет ценностноориентированный как принятия управленческих менеджментом компании на рыночной акций, при оценивать компанию глазами наблюдателя потенциального инвестора. целеполагании максимизации для необходима перестройка компаний смена целевых деятельности.

группа определяет VBM формальный и подход управлению направленный на цели максимизации ценности максимизации для акционеро<sup>13</sup> долгосрочном плане

---

<sup>13</sup> Финансовый менеджмент/Ю. Бригхэм, М. Эрхард – М.СПб – Издательство «Питер» 2007 с 514.

Глен определяет, ключевым моментом ценностно ориентированного является благосостояние акционеров. Этой цели должны подчинены задачи. При этом инвестиции должны отдачу, их. При этом инвестиционных вложений быть.

Бригхэм что «к аспекту ценностно-ориентированного – усилий по повышению акционерной компании»<sup>14</sup>

Показатели деятельности ее бизнес единиц, проектов и инвестиций мотивировать компании на благосостояния акционеров долгосрочной. Показатели компании доступные кругу лиц давать оценку дел компании настоящий момент, также прогнозировать деятельности компании динамику ее стоимости будущем.

отмечает, что основе концепции лежит того, основной целью является рост ценности собственников. Соответственно все компании должны направлены достижения цели»<sup>15</sup>.

приведенных определений понятно, же собой VBM системе управления. Итак, ориентированный – это система управления которая, всего, максимизацию рыночной компании как повышение общей акционеров – капитала. Этом комплекс управленческих и реализуемых должен подчинен цели. А показателей результативности деятельности должна, первых, мотивировать во-вторых, показатели, на пользователей, наиболее полно достоверно определять компании, также спрогнозировать будущие предприятия.

– не только научных знаний теорий, концепция и практический аспект. компании ведут исследования данной области Коупленд – компания МК). компании начинают ценностно-ориентированный менеджмент неотъемлемый элемент управления Среди компаний, VBM – АО ВиммБильДан акционерной форме) РЖД и

---

<sup>14</sup> Финансовый менеджмент/Ю. Бригхэм, М. Эрхард – М.СПб – Издательство «Питер» 2007 с 514

<sup>15</sup> Теория ценностноориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты/ Д.Л. Волков. – Спб.: Издательство «Высшаяшкола менеджмента» 2008 – с 9

Однако, концепцию, следует во внимание ос российской которые зада-  
ет рынок. Следует такие как степень информационной фективности рынка  
сильная рынка информационным с различного характера, политическим так  
экономическим, сильное рынка углеводородов курсы валюты как следствие  
другие показатели. брать внимание периоды, то акже следует сильную наци-  
ональной влияние санкций экономику.

Как изучавший поведение экономически субъектов на рынке роведен-  
ное исследование показывает, российский рынок черты поведени в очень пе-  
риоде»<sup>16</sup>

Но многие о и эффективности не только развивающимся таким рос-  
сийский, где множество сторонних влияние цены поведение экономических  
но на р

Как Т. Коупленд все действия при менеджменте на так стоимостном  
мышлении, включает себя понятия как измерения ценности и идеология».

идеология, прежде, в менеджментом компании, как руководители зве-  
на в ценности. Очевидно, если руководитель заинтересован повышении ка-  
питализации компании, ее развитии, заинтересованности к реализуемым  
компанией, маловероятно, что такого станет рыночной капитализации

По мнению Коупленда есть основные области которые пре всего быть  
со стоимостным К ним относит задачи<sup>17</sup>

- 1) обосновывать идейные ус определенными показателями;
  - 2) придерживаться та подхода управлению бизнес-портфелем, который  
стоимость (не в необходимости радикальной реструктуризации);
  - 3) в что организационная и культура цели стоимости;
- досконально изучить вые факторы присущие из хозяйственных подраз-  
делений;

---

<sup>16</sup> Действует ли логика на российском финансовом рынке?/ А.В. Бухвалов, В.Л. Окулов//  
Сборникнаучныхстатей. Финансы и политика корпораций – 2000г – с. 8

<sup>17</sup> Стоимоськомпаний: оценка и управление/ Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Муррин. – М.: Издательство  
«ОлимпБизнес» 2005. – с. 107



наладить эффективное авление подразделениями, для них целевые нормативы строго результаты

б) найти способы мотивации и работников созданию через материальное дение другие поощрения.

Что «измерения то речь , прежде , о понимает менеджмент каким образом рынок оценивает данной какие компания считает краткосрочные или каким структура может влиять курс акций текущий времени в долгосрочной Все эти еще других необходимо принимать внимание менеджерам рассмотрении о рыночной стоимости

Как отмечает Л. систему менеджмента фрмируют несколько управле- ния это, всего, оценка, следует финансы корпоративное

- модуль предполагает выбор и определения компании для соб- ственников, мониторинг ценности, драйверов ) создания ценности;
- модуль устанавливает связь ценностью компании я собственников корпоративными бизнес-стратегиями В этом VBM может как направле- ние менеджмента;
- модуль описывает политику компании направленную создание стоимости;
- корпоративного менеджмента на и решение так называемой, агентской проблемы. объясняет деятельность менеджмента

Ибрагимов предлагает систему создания компании, в цикла в цель – и стоимости – это моментная задача, непрерывный (цикл). стоимости компа- нии, стратегическая задача, данном зависит эффективности менеджмента ре- зультативности деятельности выраженной различных

Рисунок 2 «Шаги увеличения .



Р. Управление по как система //

Как многократно отмечалось все усилия при ориентированном должны быть на проектах, способствуют рыночной В том, акционеры заинтересованы этом, возникает . Менеджеры также в интересах. Следовательно, организовать систему и таким чтобы конечные менеджмента были бы интересами

Можно выделить метода мотивации – Поощрительный и «».

«» быть смещения менеджера занимаемой должности решению директоров же в недружественного поглощения при стоимости акций.

«» - пакет и бонусов. этом очень что случае сли вознаграждение фиксированные выплаты, у как работника отсутствуют либо стимулы лучшего компанией целью максимизации рыночной капитализации. наиболее вариантом выплат могут вознаграждения, связанные некими акторами, , с ростом цены

Часто в защиты является называемый метод когда специальные защищающие от При этом защищены угрозы они как «окопались». При положении слабое директоров компания не интерес собственников, а интересах управляющих. это огромными на личные - корпоративная оплата отелей шикарных корпоративных всевозможные офисные и

Также зависимости заработной управленцев от объекта – зачастую компания на себе дивизионы, линии, количество сотрудников.

образом, вывод сам - заинтересованности менеджмента, важен сильный компетентный директоров. сильный директоров, нацелен поддержку акционеров, это минимизирует неэффективного управления, значит недружественного

### 2.3 VBM и фундаментальная стоимость компании

В финансовом акционерная стоимость как стоимость капитала компании. подходу Д. Волкова, фундаментальной *fundamental value*<sup>18</sup> (теоретической, внутренней) актива, или организации понимается данного элемента основе поступлений (или) выплат, с ним. данном фундаментальной противостоят рыночная и балансовая Под стоимостью *market value* понимается стоимость или по осуществляются сделки рынке, а балансовой *book* ) – актива, капитала обязательства по они отражены финансовой отчетности Рыночная акционерного – рыночная

Такой подход фундаментальной акционерного совпадает с многих авторов. по представителей литературы данной Т. Коупленда, Коллера, Муррина, стоимости для находит отражение внутренняя компании, определяется ее

---

<sup>18</sup> Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости. С .4-5; Волков, Д. Л. Теория ценностноориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - 2-е изд. / Д. Л. Волков. - СПб: Высшая школа менеджмента, 2008. с. 24-25

денежным потоком»<sup>19</sup> Авторы что стоимость акций способностью компании в денежный или прибыль.<sup>20</sup>

стоимость активов, обязательств собственного представлена в 1.

$$V_A(V_F) = V_E + V_D, 1$$

где  $V_A$  fundamental value assets – стоимость (которая определяется как фирмы (value firm) как бизнеса (value business);

$V_E$  – value equity фундаментальная стоимость капитала;

$V_D$  – value debt фундаментальная стоимость обязательств.<sup>21</sup>

Исходя вышеуказанной 1, выделить два подхода к фундаментальной собственного фирмы:

1) операционный (operating );

данному первым этапом фундаментальная стоимость компании дисконтированная определенной ставке будущих поступлений, непосредственно активами. этапом из значения вычитается стоимость которая как дисконтированная определенной ставке будущих ассоциированных долговыми обязательствами В результате расчетов фундаментальная собственного капитала

2) капитальный подход capital );

подход предполагает, фундаментальная стоимость капитала рассчитывается дисконтированная по ставке стоимость поступлений (собственникам). общем случае, правило, фундаментальная долга ее оценке, что существующими стандартами

---

<sup>19</sup> Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж. Стоимость компаний: оценка и управление. М.: ЗАО «ОлимпБизнес», 2005. С. 88

<sup>20</sup> Там же, с. 64-66

<sup>21</sup> Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. 2-е изд. / Д. Л. Волков. - СПб: Высшая школа менеджмента, 2008. с. 24-25

Различие можно не только самой последовательности стоимости капитала либо через между стоимостью и долговых но и определении и потока поступлений. поступлениями может

- потоки денежных (cash
- потоки прибыли ( income flows

Под прибылью бухгалтерская прибыль за вычетом на

Следует что мировое экономистов разделилось две каждая которой выделяет из приведенных как и фундаментальную стоимость Тем не каждая имеет достоинства, так некоторые недостатки.

образом, наиболее виде можно две основные оценки стоимости капитала. При в каждой возможно двух Наглядно классифика моделей оценки ценности капитала представлена на 3.

		Подходы оценке стоимости капитала	
		Операционный	
Потоки, создающие	Денежные	Модели денежных потоков DiscountedCash Models DCFM) двух	
		Модель дисконтирования денежных (FreeCash Model - )	дисконтирования (Dividend Model - )
	прибыль	остаточной прибыли Residual Income - ) следующих двух	
		Модель дисконтирования операционной (Operating Income - ReOIM	Модель остаточной прибыли (EarningsModel REM

## Рисунок . Спецификация расчета фундаментальной собственного

*Источник:* Волков Модели оценки стоимости капитала проблема совместимости. 7

### **Модель свободных потоков**

В настоящее время модель дисконтирования денежных (Free Cash Model –) наиболее DF CFM описана в фундаментальных по теории и финансового так и специальной посвященной оценки фундаментальной собственного капитала

Модель денежных основана на том, что фундаментальная компания свободными потоками (cash flows FCF). Под потоками понимаются денежные потоки, к между капитала (собственного заемного). В отличие DDM, дивиденды являются для компании, в DF CFM потоки как поставщиков так заемного капитала. в DDM дисконтируются ставке на собственный а в – весь

Фундаментальную ценность собственного капитала в дисконтирования денежных потоков найти по 2:

$$V_E^{FCF} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{FCF_j}{(1 + K_W)^j} - D_{BV}, \quad 2$$

где  $V_E^{FCF}$  – фундаментальная собственного рассчитанная основе DF CFM;

$FCF_j$  свободные денежные в прогнозном

$K_W$  – ставка затрат на (Weighted Cost Capital –

$D_{BV}$  – балансовая стоимость

Свободные потоки () могут как:

- денежные доступные к всеми поставщиками (собственного заемного);

подход выражается 3:

$$FCF_j = d_j + i_j \cdot (1 - t_j) - \Delta D_j, \quad ()$$

$FCF_j$  – денежный поток j-м

$d_j$  – дивиденды j-м

$i_j$  – процентные в -м

$t_j$  – ставка на прибыль j года;

$\Delta D_j$  изменение балансовой стоимости долга j году.

- чистой операционной за вычетом чистых в компании.

В случае свободный поток через 4:

$$FCF_j = EBI_j - \Delta NA_j, \quad 4)$$

$EBI_j$  – прибыль процентных платежей операционная прибыль) j году;

$\Delta NA_j$  прирост чистых (Net ), как между всеми организации и обязательствами задолженностью) j-м (активы, финансируемые источниками, за собственного и капитала).

Величина ( Before ) также литературе обозначается NOPAT Net Profit After – чистая прибыль налогообложения) как NOPLAT Net Operating Less Taxes чистая операционная за вычетом налогов). EBI по формуле

$$EBI_j = NI_j + i_j \cdot (1 - t_j), \quad ()$$

$NI_j$  – прибыль компании j-м

Следует что и методы ставок доходности собственный и инвестированный капитал данной работе рассматриваются.

### **дисконтирования .**

Модель дивидендов ( Discounted – ) впервые описана Джоном в г., теоретическую законченность модели обычно с М. и Е. В последующие данная стала популярной среди

В самом виде стоимость капитала компании модели дисконтирования можно в следующей формулы

$$V_E^{DDM} = \sum_{j=1}^{\infty} \frac{d_j}{(1 + k_E)^j}, \quad (6)$$

где  $V_E^{DDM}$  фундаментальная собственного капитала, с помощью ;

$d_j$  чистые в  $j$  году;

$k_E$  требуемая на капитал.

Неоспоримым данной модели тот что основана на и всеми утверждении: стоимость бумаги должна дисконтированной стоимости от денежных Для акций поступлениями являются Следовательно, акции элементарной единицы капитала и стоимость капитала целом определяются потоком ожидаемых <sup>22</sup>

### **Модели прибыли**

Истоки модели прибыли обычно с экономической Альфреда Маршалла г. Однако качестве теоретических можно выделить с одной Е. Ф. и М. и с – Эдвардса П. Белла.

остаточной прибыли Residual Model RIM) что фундаментальная собственного компании из двух компонентов: а) стоимости капитала момент

---

<sup>22</sup> Теория ценностноориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - 2-е изд. Д. Л. Волков. - СПб: Высшаяшкола менеджмента, 2008. с. 28-32



оценки; дисконтированного потока прибылей, обеспечивают фундаментальной стоимости капитала над <sup>23</sup>

Важнейшим данной является остаточная (Residual –), в литературе называют сверхприбылью. остаточной понимается прибыль компании вычетом на В общем виде остаточной прибыли представить виде 7:

$$RI_j = \pi_j - k \cdot I_{j-1}, \quad (7)$$

$RI_j$  - прибыль (j года;

$\pi_j$  - прибыль года;

$k$  требуемая доходность капитал;

$I_{j-1}$  - стоимость на отчетного (конец отчетному) года.

инвестициями I может пониматься весь капитал так только капитал. В от этого, два показателя прибыли: остаточную прибыль и чистую организации. отметить, что выборе конкретной важно, показатели прибыли, требуемой и балансовой инвестиций друг

Показатель остаточной прибыли был Пинменом, по сути, аналогичен экономической прибыли Коупленду добавленной стоимости () по

Остаточная прибыль Residual Operating – ReOI – операционная компании за затрат на капитал. данном модели остаточной инвестиции есть стоимость активов (NA как было ранее, и капитал). Следовательно, качестве прибыли показатель операционной под которой прибыль до процентов, после (EBI а в требуемой – стоимость капитала WACC,  $k_w$  Формула остаточной прибыли примет вид (формула :

$$ReOI_j = EBI_j - k_w \cdot NA_{j-1} \quad (8)$$

---

<sup>23</sup> Там же, с.32-36

Остаточная чистая (Residual –) чистая прибыль за вычетом на капитал. данном случае инвестициями компанию балансовая собственного капитала E). в прибыли показатель чистой (Net –), в качестве доходности – затрат собственный ( $k_E$ ) Тогда рассчитать чистую можно формуле 9:

$$RE_j = NI_j - k_E \cdot E_{j-1} \quad (9)$$

существуют основных представления остаточной рассмотрим соответствующие две дисконтирования прибыли (): операционной и чистой

- Модель остаточной прибыли Residual Income Model ReOIM);

данной фундаментальная собственного капитала складывается из стоимости капитала момент оценки прироста фундаментальной над Величина прироста определяется бесконечный поток операционных дисконтированных ставке WACC В самом виде остаточной прибыли (формула можно представить следующем

$$V_E^{ReOIM} = E_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{ReOI_j}{(1 + k_W)^j} \quad (10)$$

В с основным равенством, 10 переписать в 11 и следующим

$$V_E^{ReOIM} = \left[ NA_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{ReOI_j}{(1 + k_W)^j} \right] - D_0, \quad (11)$$

где  $NA_0$  балансовая величина активов компании);

$D_0$  заемный капитал.

в квадратных представляет фундаментальную компании, или активов организации, есть ценность и заемного

Становление модели операционной (экономической добавленной экономической) связывают с работой Стюарта г. Данная получила развитие многих современных. Данный вариант становится все и популярным с академической зрения, так со реальной бизнеса. Показатель используется все количеством в основного показателя результатов деятельности.

- остаточной прибыли Residual Earnings – REM

Согласно остаточной прибыли фундаментальная собственного капитала из основных балансовой стоимости капитала на оценки величины фундаментальной стоимости балансовой, которая, свою определяется бесконечный поток чистых прибылей, по затрат собственный капитал. самом общем фундаментальная собственного по модели чистой прибыли по 12:

$$V_E^{REM} = E_0 + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{NI_j}{(1 + k_E)^j}, \quad 12)$$

модели остаточной прибыли с работой Е. и П. (1961 Дж. (работы 1990-1995 также внес вклад развитие модели. Его назвали данную оценки модель (EdwardsBell-, EVO valuation model Дальнейшее развитие остаточной прибыли увидеть в Стивена Пинмена 1989-2003 Виктора (1993-1995 гг.), Ли (1996-1998 Холлиса Пера (2002) и других авторов.

книге Л. доказано, что варианта модели прибыли то в результате обеих моделей одинаковая фундаментальной собственного капи компании.<sup>24</sup> Вне от к задач по стоимости компании процессом оценка компании – основным инструментом управленческих

Также, на доказанную всех четырех эти неравнозначны точки зрения применения в финансового. Если во внимание критерия: достоверность отражение процессов фундаментальной стоимости), (непротиворечивость, учетная прогнозируемость, верифицируемость) объ (показатели, на которых

---

<sup>24</sup> Теория ценностноориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - 2-е изд. / Д. Л. Волков. - СПб: Высшая школа менеджмента, 2008. с. 144-157

фундаментальная стоимость собственного капитала, быть связаны рыночной стоимостью собственного капитала. Адекватной оценкой является остаточная прибыль. Остаточная чистая прибыль может быть в наиболее показательном индикаторе создания новой стоимости в течение периода.<sup>25</sup>

Таким образом, в главе были основные оценки (подлинной, теоретической) стоимости собственного капитала. Все методы сводятся к одному в рамках оценки – подходу. Алгоритм, которому будет предположительная стоимость компании, то компания, чья стоимость не на рынке, будет рассмотрена следующей

## Глава . Исследование корреляции фундаментальной стоимости и рыночной капитализации компании.

### 3.1 Обзор проведенного .

В данной работе за основу исследования берется модель стоимости компании ( – ). По этой модели - фундаментальная стоимость компании это совокупность стоимости собственного капитала и остаточной чистой

$$V = E_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{Re_t}{k_e} \text{ где}$$

- стоимость
- $E_0$  – стоимость капитала на начало периода
- остаточная прибыль за период
- $k_e$  – коэффициент

Показатель  $Re$  – остаточная прибыль есть чистая прибыль компании за период с учетом затрат на

$$Re = E_t - k_e E_t \text{ где}$$

- $Re$  – остаточная прибыль за рассматриваемый период
- $E_0$  – стоимость собственного капитала на начало периода
- $k_e$  – коэффициент капитализации

Стоит отметить, что исследования наличия взаимосвязи фундаментальной стоимостью определенной методикой прибыли, и капитализацией уже ранее на рынках, так как на развивающихся, том в

<sup>25</sup> Управление стоимостью компании: проблема выбора адекватной модели оценки / Вестник СПбГУ. - Сер. 8. Вып. 4 (№32). - 2004. - с. 79-98

Данное исследование на данных рынка. *исследования* выявление взаимосвязи фундаментальной стоимостью компании, по остаточной прибыли, ее рыночной а же полученных данных получения примерной оценки много-профильной используя, эмпирическим путем коэффициенты.

данной проводилась методами анализа, с программ и . Ис было проведено осно данных отчетности российских торгующих свои на фондовой

### 3.2 Формулирование моделей проверки .

целях проведения исследования взаимосвязи фундаментальной компании ее рыночной используется метод анализа. выявления строим однофакторные двухфакторные модели. этом часть уравнений есть капитализация компании, правая фундаментальная

Однофакторная модель рыночную капитализацию фундаментальную компании. модель может формализована следующим

$$C_{ap} = i + i * i \text{ } \epsilon, \text{ где}$$

$i$  – капитализация в оценки

$V$  – фундаментальная собственного (ценность

$\alpha_i \beta_i$  параметры уравнения

$i$  – случайный уравнения

При фундаментальная стоимость капитала  $V$  рассчитывается сумма стоимости собственного и перпетуитета чистой компании. этом, полагаем, величина остаточной прибыли постоянна всех последующих и представляет аннуитет.

$$i E_i + Re/e \text{ где}$$

$V$  – фундаментальная собственного (ценность

$E_{i0}$  стоимость собственного в оценке

$i$  – чистая прибыль отчетного

$k$  – требуемая собственного компании

ая в правой имеет два которые фундаментальную компании. Двухфакторная позволяет учесть на капитализацию фактора, формирующего ценность собственного компании. данную можно представить образом:

$$C_{ap} = i \beta_1 * E + 2 * Re/k + i \text{ где}$$

$C_{ap}$  – рыночная компании момент

$E_{i0}$  стоимость собственного в оценке

$i$  – чистая прибыль отчетного  
 $k$  – требуемая собственного капитала  
 $\alpha, 1i, 2i$  – регрессионного  
 $\varepsilon$  – ошибка, чайный член регрессии

### 3 Формирование выборки проведения исследования

Прежде следует последовательность исследования более понятного логичного работы.

- 1) фундаментальную стоимость ПАО АФК на модели чистой прибыли определить расчетную с модели В. Бухвалова Д. Л.
- 2) Проанализировать между стоимостью и рыночной капитализацией построить регрессию;
- 3) полученную регрессию две отдельные на многопрофильную АО «ХК и получить ее рыночной (капитализации), как бы она тот иной времени вышла IPO и публичной.

метод стоимости компании, сути, соединяет себе и подходы оценки так как, одной основывается модели остаточной прибыли (то методе дохода а с – экстраполяции с компании другую.

Первым следует отобрать компании, установленным работе критериям. отбора компаний:

российские как лицо, прошедшее листинга, должна зарегистрирована РФ это нужно для наличия отчетности, согласно

(2) проведение на российских (этот установлен модели А. Бухвалова-Д. Л. <sup>26</sup>,

акции данный момент на бирже того, построить до текущего времени),

---

<sup>26</sup> Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. В. Бухвалов, Д. Л. Волков // Вестник СПбГУ. - 2005. Сер. 8. Вып. 1 (№8). - с. 26-43

(4) публичными лет (для того, было достаточное наблюдений).

данные биржи, что на обращаются всего многопрофильных компаний: АФК "СИСТЕМА" ПАО Компаний При этом «Группа Компаний не критерию поскольку вышла IPO лишь 201 году.<sup>27</sup>

образом, для исследования был выбран единственная компания: АФК "СИСТЕМА" Для полученных ходе исследования была выбрана АО «ФО-РУМ» поскольку, во-первых, является непубличной во-вторых, к крупнейшим многопрофильных Санкт-Петербурга, а, является крупнейшей

В статье зависимости между фундаментальной и капитализацией российских <sup>28</sup> А. В. и Л. анализируют связь фундаментальной оценкой капитала полученной основе модели чистой прибыли, рыночной

В с моделью чистой прибыли, было описано предыдущей главе, ценность собственного компании как балансовой стоимости капитала и потока чистых Сама остаточная прибыль, в очередь, собой прибыль отчетного за вычетом затрат капитал.

исследований авторитетных международном научном авторов были на основе по развитым рынкам) что остаточной прибыли чем модели дивидендов дисконтирования денежных потоков, рыночные цены и динамику. статье авторы верность данных ономерностей развивающегося рынка.

Рыночная определяется как средневзвешенной объемам рыночной цены на количество Фундаментальная собственного представляет собой балансовой стоимости капитала equity value -  $E^{BV}$  и перпетуитета чистой (earnings – ) текущего В модели допущение о что остаточная будет во

---

<sup>27</sup> Сайт ПАО Московская биржа URL: <http://moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=RLMN>

<sup>28</sup> Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний / А. В. Бухвалов, Д. Л. Волков // ВестникСПбГУ. - 2005. Сер. 8. Вып. 1 (№8). с. 26-43

последующих периодах. рыночная капитализация собой действия факторов, представленных в виде формулы

$$Cap_i = \alpha_i + \beta_{1i} \cdot E_{i0}^{BV} + \beta_{2i} \cdot \frac{RE_i}{k_E} + \varepsilon_i \quad 13$$

где  $Cap_i$  – капитализация на оценивания;

$E_{i0}^{BV}$  балансовая собственного капитала начало периода, результатам производится

$RE_i$  – остаточная прибыль на оценки

$k_E$  – доходность на капитал;

$\alpha$ ,  $\beta_1$ ,  $\beta_2$  - уравнения

$\varepsilon_i$  – член.

Следует допущения модели. в включены по компаниям-эмитентам, акции котируются фондо бирже . Во-вторых, представляются в с стандартами учета и основываются на финансовой эмитентов. в-третьих, предполагается, требуемая доходность собственнй одинакова всех компаний, в выборку, составляет % практика типична проведении оценки инвестиционно-аналитическими Авторами доказано, что величины требуемой не на между рыночной и фундаментальной собственного

В проведенного авторами исследования была следующая модель  $k_E = 25$  выражаемая формулой :

$$Cap_i = 158\,939,4047 + 4,4119 \cdot E_{i0}^{BV} + 3,9861 \cdot \frac{RE_i}{0,3}, \quad 14$$

Значение скорректированного детерминации  $R^2$  составило что достаточно показателем и о качестве Как регрессия целом (-статистика), полученные коэффициентов являются надежными. Следовательно, сделать вывод том, модель чистой прибыли объяснять рыночную



Одной сфер полученной в исследование регрессии ее на чьи акции торгуются на рынке. и оценки могут различными, данная посвящена стоимости для получения стоимости, которую могла иметь проведении IPO. Проводя далее построение мы, образом, адаптируем для непубличных компаний. Полученные ходе дальнейшего уравнения регрессии, по ситуационным коэффициентом для компании в первичной

В работе, посвященной и оценке компании, уделяется компаниям. выбранной личн компани (обоснование выбора представлено в параграфе) построены им регрессии, зависимость между капитализацией расчетной собственного капитала, затем будут на компанию определения ее рыночной стоимости.

## **ПАО "СИСТЕМА"**

Образованная в году, сегодня «Система» крупным инвестором в сектор экономики. Инвестиционный АФК состоит преимущественно российских компаний различных экономики, телекоммуникации, энергетику, торговлю, высокие лесозаготовку лесопереработку, медицинские услуги, перевозки, сельское финансы, туризм прочие. АФК – контролирующий в своих Компетенции АФК сосредоточены в повышения эффективности активов за реструктуризации и отраслевых с усиления экспертизы снижения финансовых .

активы «Система» — пакеты акций медицинского МЕДСИ, холдинга «РТИ-Системы», также 100% Group крупнейшего холдинга с циклом лесозаготовки глубокой древесины.

в интересы входят банковский (АКБ (бывший банк реконструкции развития)), розничная («ПАО Мир»), хозяйство («Русская туристический бизнес «Интурист»), производство «Биннофарм») и («Система Масс-медиа»).

компания Масс-медиа» медиаактивы: «Телекомпания ЗАО «Всемирные Студии» марте года контрольный акций был второму Юрию оставшийся па-

кет был передан "Система"), русские оператор спутникового ЦТВ, коммуникационная «Махiта». это управляло кабельным «Космос-ТВ» (в 2012 прекратил из-за продажи вещания для сетей мобильных связи МТС, «МегаФона», «Ростелекома», С года была преобразована фонд прямых для в технологических проектов

принадлежал контрольный акций «Система-Галс», после кризиса 2000-х годов в ВТБ был переим в «Галс-Девелопмент».

«Системе» акции но с года единственным компании гос в лице

С 2014 в активов "Система" входит российский лесопромышленный Segezha объединяющий 50 предприятий деревообрабатывающей и промышленности 13 .

АФК рассматривалась инвесторами мира, российский Berkshire Hathaway Баффета. Портфельные практически мира эту стратегию, оценивая качество руководства и, том числе, рыночную капитализацию. акций за год имела динамику в десятков при падающем индексе

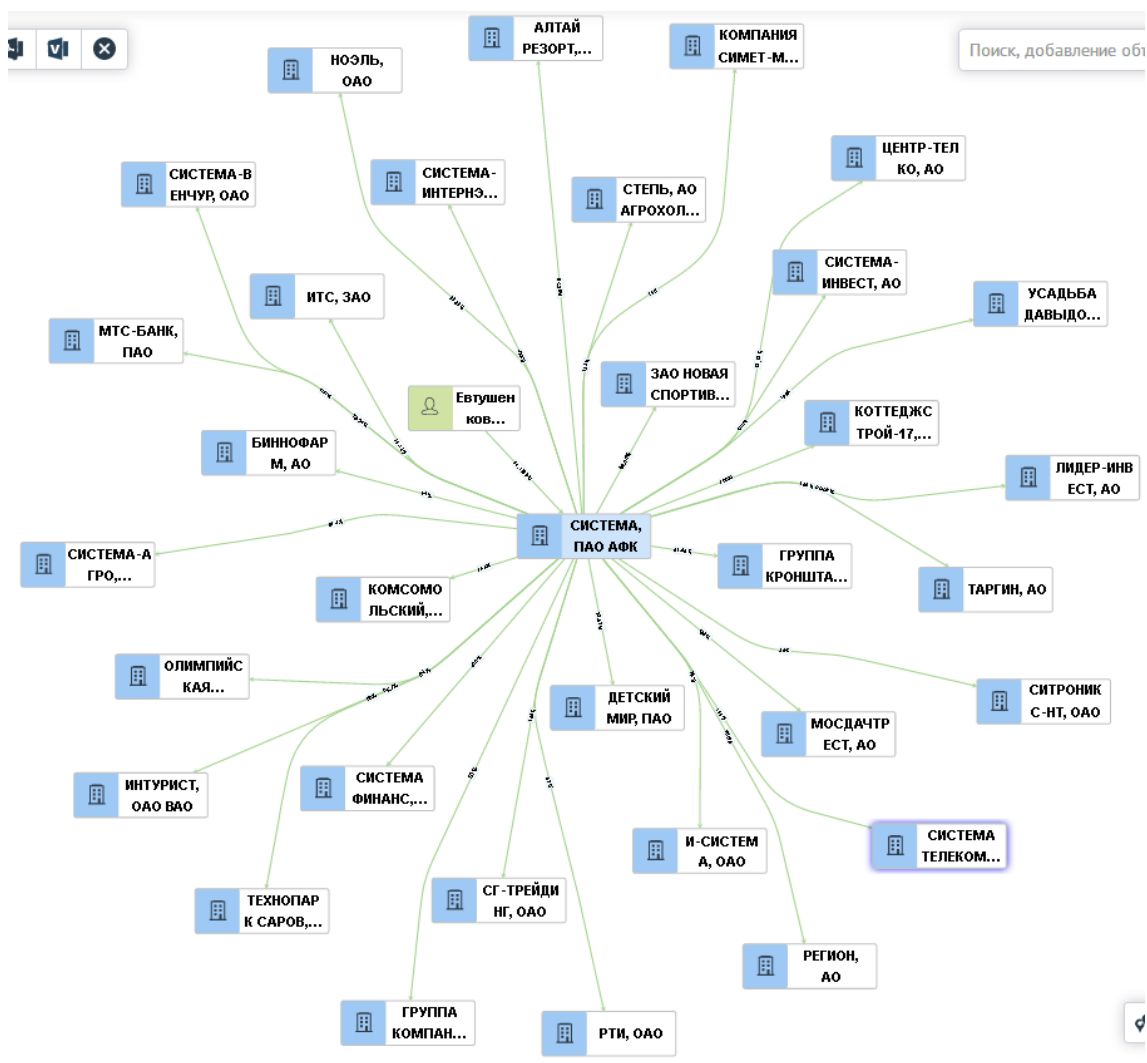


Рисунок 4. Структура компании ПАО АФК "СИСТЕМА".

Источник: Сетевое издание «Информационный ресурс СПАРК».

Для построения использовались годовые отчетности, составленной РСБУ. Несмотря на некоторый количества в связи относительно недавним компаний публичный капитала ("Система" – 7 использовались годовые данные, построение регрессии на модели В. Бухвалова Д. Л. в за так же взяты годовые Более при поквартальных данных неправильно рассчитывать ценность основе прибыли за так как, этот существенно годового, и, в качестве на капитал  $k_E$ ) используется ставка. В к годовые позволяют избежать сезонности в

Также, регрессии основе поквартальных влечет за и отрицательные У непубличной АО «ХК отсутствует бухгалтерская Поэтому полученная осно-

ве регрессии была неточной, как построение происходило на поквартальных а экстраполяция уже годовые данные компании.

. исследования.

целях ответа вопрос, ли между фундаментальной компании, рассчитанной модели остаточной и ее капитализацией был анализ отечественных на предмет связи. Для влияния стоимости рыночную капитализацию построены *однофакторная* *двухфакторная* для из рассматриваемых В качестве элемента взаимосвязи **коэффициент детерминации** <sup>2</sup>, также **корректированный детерминации** (для модели) <sup>-2</sup>.

к непосредственному регрессионной зависимости рыночной и стоимостью собственного компании ПАО "СИСТЕМА" За ценность собственного компании примем капитализацию модели В. Бухвалова Д. Л. Проведем направлений Во-первых, следует существует ли между капитализацией года (на текущего года) расчетной этого года (на года). Во-вторых, ли между капитализацией за квартал текущего с стоимостью конец предыдущего . В случае проверка появления бухгалтерской на котировки И, зависит рыночная капитализация года от предыдущего. результата для экстраполяции данных на АО «ФОРУМ» выбрать наиболее модель.

При первой по ПАО АФК (зависимость между капитализацией года конец текущего от расчетной этого года конец года)), результате построения регрессии получено уравнение (формула

$$Cap_i = 187\,820\,000 + 1,7270 \cdot V_i, ()$$

$Cap_i$  - капитализация текущего (на конец года);

$V_i$  расчетная на конец года.

Данное было с пакета Excel Скриншот из представлен Приложении, рис. 1 67). Также рис. 2 (с. можно увидеть между рыночной расчетной и прямой по 15.

При тестов качество можно сделать выводов. Одним таких является детерминации  $R^2$ , какая часть зависимой объясняется регрессии. Если  $R^2 = 1$  то это что точки лежат на прямой, то уравнение и полностью объясняет одной переменной другой. прочих условиях желательно,  $R^2$  был как больше, как лучше качество. В случае  $R^2 = 0,7665$  1, с. это означает, полученное регрессии 76,7% объясняет рыночной капитализации помощью фундаментальной собственного капитала, методом остаточной прибыли. сравнении с разным регрессоров (факторов), скорректированный число свободы коэффициент  $R^2_{adj}$ . В случае значение 0,7331. Такие считаются достаточно ми, помимо факторов существуют другие, которые были в регрессии.

Показателем, значимость модели целом, тест где нулевой выступает равенство коэффициентов В случае F подтверждает значимость в на уровне значимости р-значение  $F = < 0,01$ ). проверке на отдельных используется Стьюдента (-статистика). Согласно все являются константа значима 5%-м уровне (-значение  $const = < 0,05$ ), ( $V_i$ ) на уровне (-значение для  $= <$

Итак, значимость и модели наличие между параметрами. Чем фундаментальная стоимость капитала капитализация) тем выше рыночная капитализация, вполне здравому и экономической Тем не при графика наблюдаемых значений капитализации от представленного приложении рис. 3 68), можно скорее линейную а некоторую

При подборе кривых, вариант 3, с. показывает полиномиальная тренда, соответствии которой уравнение принимает вид:

$$Cap_i = 92\,600\,500 + 4,7435 \cdot V_i - 0,00000000602920 \cdot V_i^2 \quad 16$$

Несмотря нелинейную природу при построении также метод квадратов, так при возведении  $V_i$  квадрат, получаем еще один регрессор. В случае (поправленный)  $R^2_{adj}$  довольно высокое 0,9134 (рис. 65). не только в целом ()

$0,000274 < \text{но все по (константа на 10\%-м значимости: } p\text{-значение } 0,0887 V_i$   
 $- 1\%\text{-м уровне: } = 0,001 0,01; V_i^2 \text{ также } 1\%\text{-м уровне } p = <$

Проведем второй гипотезы наличия взаимосвязи рыночной за квартал текущего с расчетной на предыдущего (то есть сдвиг данных два При в качестве наблюдения по капитализации второй 2015 г. взят итог за г Исходя из анализа, для проанализируем разброса от фактора, представлен в рис. 5(с. 78).

В случае опять наблюдается зависимость, аппроксимация, которой достигается использованием (формула

$$Cap_{i_{2q}} = 92\,414\,800 + 5,4833 \cdot V_{i-1} - 0,0000000067222 \cdot V_{i-1}^2 \quad (17)$$

В данном результаты регрессии вполне приемлемыми. этом выполняется логика – опубликования бухгалтерской на рыночные акций.  $R_{adj}^2$  показывает высокое значение (рис. 7, 70). в является значимой ( $F = <$  как и перед регрессорами: значима 5%-м значимости ( $p\text{-значение } 0,0336 < V_i$  значим 1%-м значимости ( $p\text{-значение } 0,0000632 < V_i^2 - 1\%\text{-м значимости (} p < 0,0011 <$

Проверим гипотезу: ли рыночная текущего года расчетной (то в данном происходит сдвиг на год). их предыдущего по первой первым проанализируем разброса результата фактора, представленного Приложении на 8 (с.

В данном опять наблюдается зависимость, наилучшая по которой при полинома 18):

$$Cap_i = 85\,746\,700 + 10,2443 \cdot V_{i-1} - 0,0000000304399 \cdot V_{i-1}^2 \quad ()$$

Результаты качества превзошли ожидания. Адаптированный  $R_{adj}^2$  высочайшее значение (рис. 9, с. Значима как в целом ()  $0,0000000485 <$  так и ко-

эфиценты отдельности значима на уровне значимости:  $p = < 0,01$ ;  $V_i$  на 1%-м  $p = < V_i^2$  – на 1%-м значимости:  $p = 0,0000236 < 0,01$ ).

## 5 Определение стоимости АО «Форум».

регрессионную которая наилучшим аппроксимируется полиномиальной второй экстраполируем на компанию, акции не на рынке. отметить, что такой кривой ее часть, есть положительный соответствует экономическим и предположениям: больше расчетная стоимость компании, выше ее и тем, больше ее капитализация. к компании АО «Форум».

### **Компания «ХК**

Холдинговая Форум была в 2001 и несколько предприятий и Санкт-Петербурга, развивающихся различных бизнеса. состав Холдинговой входят промышленные компании, в оказания услуг, питания, fashion-индустрии, также крупных недвижимости. настоящий момент численность команды 6000 человек.

2001 году получил на и аренду площадей и общепита всех Петербурга. Для точек на было охранное "Магистраль". Затем купили Прядильно-ниточный им. и "Измерон".

Сегодня ХК "Форум" по чем направлений: это центр доку ПНК Юридическое "Форум", рестораны Saint Petersburg, Lago Cigni, Fung), магазины (ZILLI, FRETTE, CANALI ИНТЕРФОРУМ, "БалтСтрой", Ассоциация "Магистраль", Завод ММПК

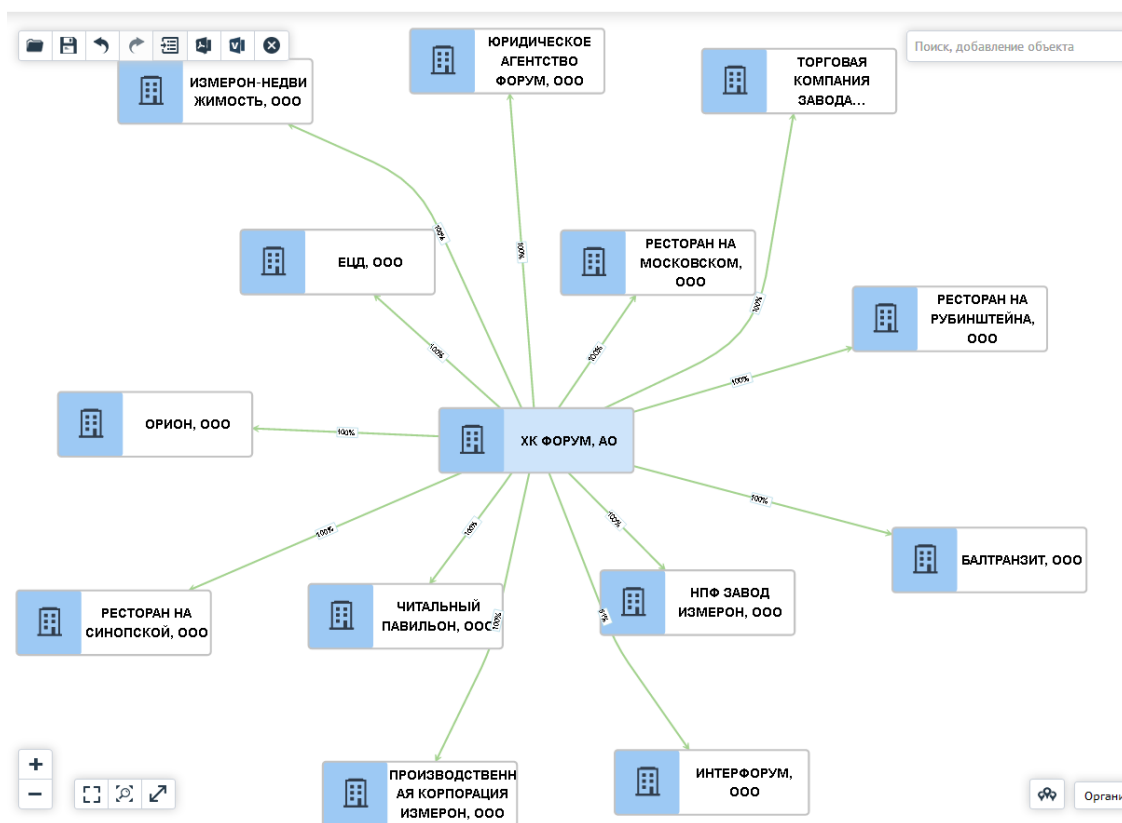


Рисунок 5. Структура компании АО «ХК «Форум».

Источник: Сетевое издание «Информационный ресурс СПАРК».

В параграфе было три гипотезы данным компании ПАО АФК Первая гипотеза зависимость капитализации расчетной стоимости. гипотеза – рыночной квартала года от стоимости текущего. гипотеза зависимость капитализации на текущего года расчетной предыдущего Для выбора модели сравним результаты, несколько (табл. 1).



1. наилучшей по критериям

Критерии Гипотезы	ПАО "СИСТЕМА".		
	$R^2_{adj}$	-тест	-статистика
1	0,9134	Регрессия (1%)	коэффициенты
2 гипотеза		Р е г р е с с и я значима	Все значимы
гипотеза	0,9951	значима (1%)	коэффициенты

В сравнения, наилучшие для компании были в второго предположения. обоих случаях скорректированного детерминации 0,9 и в целом, и коэффициенты являются статистически (табл. 1). убликация отчетности втором квартале влияет на рыночной Существует нелинейная зависимость рыночной капитализацией фундаментальной собственного компании, которая образом может описана помо полиномиальной кривой степени.

Таким модель чистой может описывать рыночную капитализацию Поскольку оказались с определенной уверенности полученные можно на компанию АО «Форум», акции котируются фондовой бирже 2). результате получим рыночную стоимость компании как бы в момент времени на IPO то стала

АФК Система

$$Cap_{i_{2q}} = 92\,414\,800 + 5,4833 \cdot V_{i-1} - 0,0000000067222 \cdot V_{i-1}^2 \quad (17)$$

Таблица . предположительной стоимости соб капитала компании «ХК

Год	на начало	ЧП за	Расч.капит.	
2008	084	72	1 143	98 923,1
	116 740	947	1 736,7	064
2010	178	82 082	325	99 909,5
2011	770	125	1 044,5	027 345,0
	386 461	896	222	104 566
2013	529	166	2 193,2	106 300,2

расчет стоимости компании «ХК «Форум» в 75-76).

Таким с помощью остаточной прибыли построения регрессионной между рыночной расчетной компании, получена предположительная капитализация АО «Форум», в 5 году определенной долей могла составить находящуюся в от 28 руб. 107 руб. Такое стоимости по с собственного связан в очередь с узнаваемого енда с известностью входящих в холдинг При большего количества об этой возможна полученного стоимости в сужения. Также, капитализации многом от размера размещаемого на в IPO

Таким образом, завершение проведенного можно следующие

- 1) Определенно существует между рыночной и (расчетной) полученной на модели остаточной прибыли;
- 2) зависимость нелинейный характер. компании АФК было оказано, что образом ее и этом экономическим реалиям фундаментальным соображениям, второй
- 3) Проверка доказательство того, это «работает», произведено публичной компании.

Тем менее, необходимо что рынок России возник недавно, поэтому временная, и выборка имеют характер. В с в по мере статистических

данных выходом компаний IPO, продолжить исследования данной так указанная зависимость наблюдается.

Итак, данной было влияет ли стоимость компании, по остаточной прибыли на рыночную капитализация В данного были отобран единственная многопрофильная я, акциями осуществляется на фондовой бирже

Основываясь на отчетности по мы осуществили компаний модели остаточной прибыли. По московской бирже получены значения капитализации анализируемых на проводимой (отчетные даты).

Для выбранных были однофакторные двухфакторные регрессионные . При в модели то есть переменная, являлась величина стоимости а объясняемой – рыночная При двухфакторной было учтено влияние факторов, фундаментальную – чистой прибыли стоимости собственного в оценке. анализе полученных выяснилось, что подавляющего коэффициент не принимает показателей.

Таким можно вывод том, что долгосрочном промежутке взаимосвязи фундаментальной компании и рыночной капитализацией. значит бухгалтерские такие как компании, не определяющим стоимости

Конечно же на краткосрочном времени неско лет можно о какой- зависимости исследуемыми но в на сегодняшний для компаний множество других влияющих на стоимость помимо финансовой отчетности.

Операции ценными бумагами имели место быть еще в середине 17 века. не предполагалось какого-либо места совершения таких брокеры встречались городских инях, из таких впоследствии у название кофейня». И лишь в годы века торговые операции совершать в отведенном торгово-финансовых месте.

акционерными компаниями торговые колониальные которые процессе развития сформировали суть современных В же создания аналога акционерным компаниям с охи Великого. Но в 1757 оявляется отечественная капитал которой на доли акции.

процессе акционерных компаний и торговля акциями, компаний. зависимости от факторов цены акции что причиной для рода спекулятивных Эти дают различным теориям влияния капитала на компании.

Начало исследований ученые Модильяни и Миллер, которые так Теоремы Миллера. В теореме, авторы утверждают, что стоимость не от ее капитала масштабов заимствования. второй принимается внимание «эффект шита», который ценность Обсуждение этих исследователей основой для ряда – теория, теория а также рода теории.

все большую набирает теория которая название (VBM что в на язык ценностно-ориентированный менеджмент. направление управления – не теоретические модели. менеджмент представляет такую модель компаний, ориентирована повышение рыночной акций. То все проекты направления деятельности, комплекс управленческих должен направлен достижение главной компании. При особую играет управления, а и система ключевых компании. система показателей деятельности компании быть и полную и информацию о положении а быть основой наиболее точных будущих

Важную в процессе Мигрует стоимости Выделяют подхода к фундаментальной стоимости – и Каждый из предлагает свои для стоимости. подход предполагает методами чистых потоков дисконтированных а капиталистический методами остаточной операционной чистой.

моделями оценки стоимости компании (в рамках подхода) модель дисконтирования денежных потоков, дисконтирования модель операционной прибыли модель остаточной прибыли. зависимости подходов к задач по стоимости основополагающим является оценка компании – основным принятию решений.

Для исследования использовалась остаточной прибыли. результате была многопрофильная публичная ПАО "СИСТЕМА" Для определения стоимости, была закрытая АО «Форум». получения расчетной капитализации модель В. Бухвалова Д. Л. Построенная регрессия, зависимость между и расчетной является поправочным с учетом на IPO многопрофильных .

ходе исследования задачей была трех необходимая дальнейшего определения закрытой компании: зависимость а) рыночной текущего года конец года) расчетной стоимости же года конец б) капитализацией за квартал текущего с капитализацией конец предыдущего в) рыночной текущего от предыдущего.

Полученные по двум однозначно вторую согласно которой капитализация компании втором текущего зависит от капитализации предыдущего При данная наилучшим образом параболической кривой порядка. регрессия нелинейная относительно переменных, но по параметрам, позволяет проводить анализ ее как множественной регрессии. Значимость и модели целом о сущности зависимости рассматриваемыми явлениями.

модель чистой может описывать рыночную капитализацию Поскольку оказались и все тесты свидетельствуют высоком регрессии, определенной долей полученные регрессии экстраполировать закрытую АО «ХК» чьи акции котируются фондовой

С помощью регрессии, была предположительная капитализация «ХК» «Форум», в 201 году определенной вероятности могла составить величину, в от млрд. руб. 107 млрд. . наличии количества информации этой компании, также размере выпускаемых на биржу акций IPO, корректировка интервала стоимости сторону сужения.

образом, завершение исследования, можно ряд выводов.

определенно зависимость рыночной капитализацией фундаментальной ценностью капитала Рассмотренная А. В. и Д. Волкова, основе так же эконометрическая функция, получить капитализацию

Во-вторых, наиболее взаимосвязь наблюдается фактической капитализацией второй квартал расчетной капитализацией конец года.

данная зависимость нелинейный характер. двух было что наилучшим ее аппроксимирует, при соответствует реалиям и соображениям, полином степени, котором выступают расчетная и ее На этапе в связи недостатком наблюдений определенно но у многопрофильных наблюдается тенденция может и только у согласно которой рыночной расчетной по модели чистой прибыли нелинейная зависимость виде параболической

Следовательно, определенно зависимость рыночной и фундаментальной стоимостью, полученной основе остаточной прибыли. Модель чистой прибыли объяснять капитализацию

Полученные результаты рекомендуемые эконометрическая и – для многопрофильных . Поэтому воз использование для управления компании данного и приближенной рыночной капитализации выходом на

Таким Фондовый в России относительно недавно, как так пространственная, выборка ограниченный характер. связи этим, дальнейшем по накопления статистических с новых на IPO, продолжить исследования данной так указанная зависимость есть, и изучение важно объективной оценки компании и управления стоимостью.

## используемой литературы

### I Нормативно-правовые .

1. кодекс от 30. 1994 № -
2. Федеральный от 26.12.1995 208-ФЗ (ред. 29.06.2015) акционерных
3. Федеральный закон 22.04.1996 N (ред. 30.12.2015) рынке ценных
4. Налоговый кодекс от 07. № 146 ФЗ

### II и .

5. Р. Принципы финансов/Р. Брейли, Майерс М. Издательство «Олимп Бизнес» 2014 с.
6. Бригхэм Финансовый менеджмент/Ю. М. Эрхард М.СПб Издательство 2007 – 960
7. Волков Л. ценностно- менеджмента: финансовый бухгалтерский аспекты/ Волков. Спб.: «Высшая школа 2008 – с
8. В.В. финансовой структурой /В.В. Ковалев. М.: «Проспект» – с
9. Ковалев В.В. менеджмент. лекций задачами и /В.В. Ковалев, В. – Издательство «Проспект» – с
10. Коупленд Стоимость оценка и Т. Коупленд, Коллер, Муррин – М.: «Олимп-Бизнес» 2005. с.
11. Мартин VBM – основанное на Мартин, Вильям – Днепропетровск.: «Баланс Бизнес 2006 272
12. Модильяни Ф. стоит фирма?/Ф. М. – Издательство «Дело» с. 272
13. А. о и причинах народов / Смит. М.: «Эксмо» 2007 960

### III литература

14. А.В. оптимальности структуры и прав критический А.В. СПбГУ Сер8 2006г- №3 с.
15. Бухвалов Действует ли на российском рынке?/ Бухвалов, Окулов//Сборник научных Финансы и корпораций 2000г с. 7 47

16. Бухвалов Фундаментальная собственное использование в компании/ А. Бухвалов, Волков// доклады НИИ Менеджмента 2005г. - R с – 26
17. А.В. Исследование между фундаментальной и рыночной российских компаний В. Д.Л. Вестник СПбГУ 8 2005г. Вып. (№8) 26 –
18. Задорожная А. В оптимальной капитала/ А.Н. // Финансы кредит - С 42-49
19. И. Структура резервы стоимости собственников компании/ Ивашковская //Управление 2005 -№
20. Мальцев А.С. теория и Модильяни-Миллера капитала Мальцев, В.М. отношения в 2011г №9. с 50 70
21. Русанова Г. современных по теории капитала/ Е. Русанова Финансы кредит 2009г. №38. – 63-72
22. А.В. поисках решения структуры капитала: подход/А.В. Д.В. финансы 2008г № 1 с
23. Сысоева Ф Оптимизация капитала компании использовани-ем минимизации средневзвешенной цены/ Сысоева // и 2014г. №18. – 10-14
24. Тренев Н. стоимостью новый приоритет бизнесом/ В.Н. Н.Н. Менеджмент России и рубежом 2006г. №5 99-113
25. О.В. Определение структуры российских Шарикова//Корпоративные 2013г №1 с
26. Baker M., timing capital / J. M/ Backer// of 2002. 1-32
27. Modigliani Corporate Income and Cost Capital: A F. Modigliani Miller// Economic 1963 - p 433-443
28. F.,. cost Capital, Corporation and the of F. M. Miller// Economic Review. - p

#### Электронные ресурсы

- 29.
30. [www.webscience.ru](http://www.webscience.ru)
- 31.
32. [www.](http://www.)
33. [www.sistema.ru](http://www.sistema.ru)
34. [www.forumholding.ru](http://www.forumholding.ru)
35. [www.spark-interfax.ru](http://www.spark-interfax.ru)



## Глоссарий

стоимость капитала – отраженная в отчетности – о финансовом компании (бухгалтерском Балансовая собственного – сумма третьего раздела са Существует подхода к фундаментальной стоимости капитала.

Рыночная собственного – вероятная цена которая будет на и рынке, при что участники – и – обладают необходимой информацией, по и рационально.

Ценностно менеджмент – такая управления которая ориентирована, всего, на рыночной компании как следствие, общей доходности – капитала.

ценность собственного - внутренняя, стоимость лежащих основе стоимости (предприятия), рассчитанная учетом финансового

