



СКОЛКОВО
Московская школа управления



ИНВЕСТИЦИОННАЯ ГРУППА

ИНДЕКС СТОИМОСТИ БИЗНЕСА 2019

РОССИЙСКИЕ КОМПАНИИ СОХРАНЯЮТ ПОТЕНЦИАЛ
УДВОЕНИЯ СВОЕЙ СТОИМОСТИ



ЦЕНТР УПРАВЛЕНИЯ БЛАГОСОСТОЯНИЕМ
И ФИЛАНТРОПИИ МОСКОВСКОЙ ШКОЛЫ
УПРАВЛЕНИЯ СКОЛКОВО

2019

Правовая информация и ограничение ответственности

© 2019 ООО «Юнайтед Кэпитал Партнерс Эдвайзори», инвестиционная группа УСР

Методология расчёта Индекса стоимости бизнеса и отчёт подготовлены при участии специалистов Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО и Клуба независимых директоров СКОЛКОВО.

Все права защищены. Никакая часть настоящего отчёта не может быть воспроизведена в какой бы то ни было форме и какими бы то ни было средствами, включая размещение в сети Интернет и в корпоративных сетях, а также запись в память ЭВМ для частного или публичного использования, без письменного разрешения владельца авторских прав.

Содержащиеся в настоящем отчёте аналитические исследования являются выражением мнения авторов исследования, в том числе с использованием информации третьих лиц. Хотя источники приведенных в данном отчёте сведений и данных считаются надежными, авторы исследования и владелец авторских прав не дают никаких заверений или гарантий, прямых или подразумеваемых, в отношении точности или полноты информации, на которой основано содержание настоящего документа.

В отношении информации третьих лиц пользователям отчёта следует обратиться к условиям использования такой информации, установленным правообладателем.

Настоящий отчет и любые материалы, разработанные на его основе, носят исключительно информационный характер, и не являются инвестиционными консультациями, а также никоим образом не составляют прямой или косвенной попытки продвижения или продажи финансовых инструментов любого вида.

В отношении каждого конкретного вопроса или обстоятельства необходимо обязательно обращаться за консультацией к профильному специалисту, обладающему необходимой квалификацией.

Данная публикация и любая информация, содержащаяся в ней, предназначены исключительно для личного пользования. Авторы исследования и владелец авторских прав не несут ответственности за прямые, косвенные, случайные, штрафные и иные убытки и издержки, а также за расходы на оплату юридических услуг и ущерб (включая упущенный доход, упущенную выгоду и скрытые издержки или убытки, причиненные по неосторожности), связанные с каким бы то ни было использованием информации, содержащейся в настоящем отчёте.

Фото на обложке: Felix Mittermeier from Pexels

Авторский коллектив

Руководитель проектной группы

Андрей ШПАК, к.э.н., руководитель направления исследований и консалтинга Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО

Участники проектной группы

Михаил ТРОФИМОВ, Партнёр, Руководитель департамента инвестиционного анализа, Инвестиционная группа UCP

Ирина ЛАНИНА, Управляющий директор, Инвестиционная группа UCP

Андрей МАРЧЕНКО, к.э.н., Исполнительный директор, Департамент инвестиционного анализа, Инвестиционная группа UCP

Андрей ТИТОВЕЦ, CFA, ACCA affiliate, Вице-президент, Департамент инвестиционного анализа, Инвестиционная группа UCP

Сергей МАРИНКЕВИЧ, Менеджер проектов, Департамент инвестиционного анализа, Инвестиционная группа UCP

Татьяна ОЛИФИРОВА, Председатель Совета Клуба независимых директоров СКОЛКОВО



Содержание

Введение СКОЛКОВО	2
Введение УСР	4
1. Основные выводы	6
2. Мультипликаторы оценки стоимости компаний как «лакмусовая бумажка» инвестиционного климата	10
Сложности оценки инвестиционного климата	12
Преимущества использования мультипликатора оценки стоимости компаний в качестве индикатора качества инвестиционного климата	12
Почему Индекс стоимости бизнеса более информативен, чем использование мультипликатора напрямую	14
Как интерпретировать Индекс и его компоненты	15
Возможная критика Индекса стоимости бизнеса	16
3. «Индекс стоимости бизнеса» (business value index) 2019	20
4. Анализ и выводы	24
Общие результаты	26
Корреляция между компонентами Индекса стоимости бизнеса	28
Анализ уровня отдельных компонентов Индекса для России	29
Лидеры и отстающие	32
5. Рекомендации	36
Рекомендации в области институциональной и государственной политики	38
Что могут российские компании сделать для повышения своей капитализации на базе результатов исследования	42
Приложение 1. Детальные данные по элементам индекса	46
Категория А. Макроэкономические показатели	48
Категория В. Восприятие безопасности инвестиций в частные компании	49
Категория С. Доступность капитала	50
Категория D. Налоговая нагрузка	51
Приложение 2. Методология расчёта индекса	52
Базовые принципы	54
Показатели, отобранные для Индекса стоимости бизнеса 2019	55
Расчёт индекса	58
Изменения в методологии расчета Индекса стоимости бизнеса 2019 г.	59
Приложение 3. Мультипликаторы оценки компаний	60
Приложение 4. Сравнение результатов России с результатами развивающихся стран-лидеров в оценке стоимости компаний и результатами развитых стран	64
Приложение 5. Индекс стоимости бизнеса 2018 по методологии 2019 года	68

Введение СКОЛКОВО

Мы рады представить Вам вторую итерацию «Индекса стоимости бизнеса» (или Business Value Index), подготовленного совместно бизнес-школой СКОЛКОВО и одной из ведущих российских инвестиционных групп УСР.

Одним из основных мотиваторов для разработки нами этого индекса был разрыв между существенным улучшением оценки качества регуляторной среды в рейтинге Doing Business Всемирного банка, где за 5 лет Россия поднялась со 120-го до 31-го места, и огромным дисконтом к оценке стоимости российских компаний относительно их зарубежных аналогов. Напомним, что российский собственник, вознамерившийся продать свою компанию, как правило, может рассчитывать на сумму в несколько раз меньшую, чем его коллеги из других стран, включая развивающиеся, такие как Китай и Бразилия.

Проблема «российского дисконта» – в последнее время составляющего 50%-70% от уровня цен на активы на рынке США – традиционно воспринималась профессиональным сообществом как некое «естественное» и необъяснимое состояние российского рынка, сложившееся под влиянием макроэкономических и геополитических сложностей, наблюдаемых в стране последние годы и, возможно, «нерационального» поведения иностранных и российских финансовых инвесторов.

Мы же попробовали подойти к проблеме с другой стороны, решив проверить гипотезу, что поведение инвесторов – в значительной мере рационально и объяснимо, и что в основе низкой оценки российских компаний могут лежать некие факторы российской бизнес-среды и инвестиционного климата, воспринимаемые финансовыми инвесторами как существенные недостатки относительно других финансовых рынков, имеющих более долгую историю развития.

Другими словами, низкая оценка российских компаний и большой дисконт к цене российских компаний относительно зарубежных аналогов – это, своего рода, «лакмусовая бумажка» качества инвестиционного климата в стране.

Учитывая малую информативность использования ценовых индикаторов непосредственно – включая мультипликаторы оценки компаний – мы разработали специальный индекс, который бы позволил лучше понять, какие же факторы лежат в основе низкой оценки российских компаний.

Для этого мы отобрали ряд индикаторов бизнес-среды для тридцати крупнейших экономик мира, коррелирующих с оценкой стоимости компании потенциальными покупателями, собрав их по специально разработанной методологии, базирующейся на луч-

ших мировых практиках, в том числе методиках Всемирного банка и Всемирного экономического форума, в единый интегральный Индекс стоимости бизнеса.

Анализ Индекса (и индикаторов, входящих в него) показал, что заниженная оценка российского бизнеса во многом отражает недостатки среды, в которой российскому бизнесу приходится работать: ведь по большей части показателей, коррелирующих с оценкой стоимости бизнеса, Россия проигрывает подавляющему большинству стран, включая страны со сравнимым уровнем развития.

В этом году мы доработали Индекс с учётом полученных предложений и комментариев от заинтересованной аудитории по результатам первой итерации Индекса в прошлом году, упростив и сократив количество используемых показателей, при этом сохранив общую конструкцию и принципы составления Индекса.

К сожалению, расчёты показали, что, невзирая на прогресс по отдельным направлениям, радикального улучшения бизнес-среды и инвестиционного климата, которое бы стимулировало рост оценки российских компаний, не произошло – в рамках нашего индекса Россия занимает 28-е место из 30-ти крупнейших экономик мира. Низкий уровень мультипликаторов оценки компаний – как абсолютный, так и относительный – к большому сожалению, подтверждает это.

Вместе с тем, гораздо более позитивные результаты других стран, в том числе находящихся на сравнимом с Россией уровне экономического развития, дают надежду, что при достаточных усилиях в правильном направлении – от улучшения бухгалтерских стандартов и совершенствования корпоративного управления до снижения нетарифных барьеров в экономике – пресловутый «российский дисконт» может быть снижен минимум вдвое.

Причём часть усилий может предприниматься на уровне отдельных компаний уже сейчас.

Андрей ШПАК

Руководитель направления исследований и консалтинга Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО

Татьяна ОЛИФИРОВА

Председатель Совета Клуба независимых директоров СКОЛКОВО

Введение UCP

Инвестиционная Группа UCP – один из крупнейших игроков на российском фондовом рынке. UCP осуществила несколько десятков сделок в различных секторах экономики, инвестируя в нефтегазовую отрасль, высокотехнологичные компании, ритейл, промышленные предприятия и финансовые организации.

Год назад совместно с бизнес-школой СКОЛКОВО мы представили «Индекс стоимости бизнеса» (или Business Value Index), целью которого является мониторинг стоимости российских компаний и определение факторов, наиболее влияющих на их оценку.

В этом году мы представляем Вам обновленную версию Индекса. За 2018 г. Россия показала положительную динамику и поднялась на 1 ступень вверх. Основные факторы, оказавшие влияние – это значимое снижение инфляции и стабильный рост ВВП. Россия все еще находится в нижнем квартиле Индекса, однако мы видим существенный потенциал роста для российского фондового рынка.

Мы наблюдаем значительный интерес к российскому фондовому рынку со стороны институциональных инвесторов и физических лиц. По данным Московской биржи, количество частных инвесторов на Московской бирже превысило в сентябре 2019 г. 3 млн человек (рост с начала 2019 г. более чем на 50%). Физические лица активно торгуют на биржевых рынках: их доля в общем объеме торгов акциями составляет в 2019 году 33,5% и растет.

Примечательно, что с начала 2019 г. по состоянию на 18 октября индекс РТС вырос на 27%. Лидерами роста стали Газпром, Сбербанк, Яндекс и Норникель. Одним из самых ярких событий российского фондового рынка стал пересмотр инвестиционной истории Газпрома – с начала года рост котировок составил более 60% (в долларах США). Важным фактором роста российского фондового рынка стали выросшие дивидендные выплаты госкомпаний. Мы уверены, что компании второго эшелона, а затем и непубличные компании смогут перенять лучшие практики корпоративного управления лидеров рынка. Это будет способствовать общему укреплению инвестиционного климата.

Рост рынка также позволяет системно значимым институтам, таким как пенсионные фонды, увеличивать размер пенсионных накоплений населения.

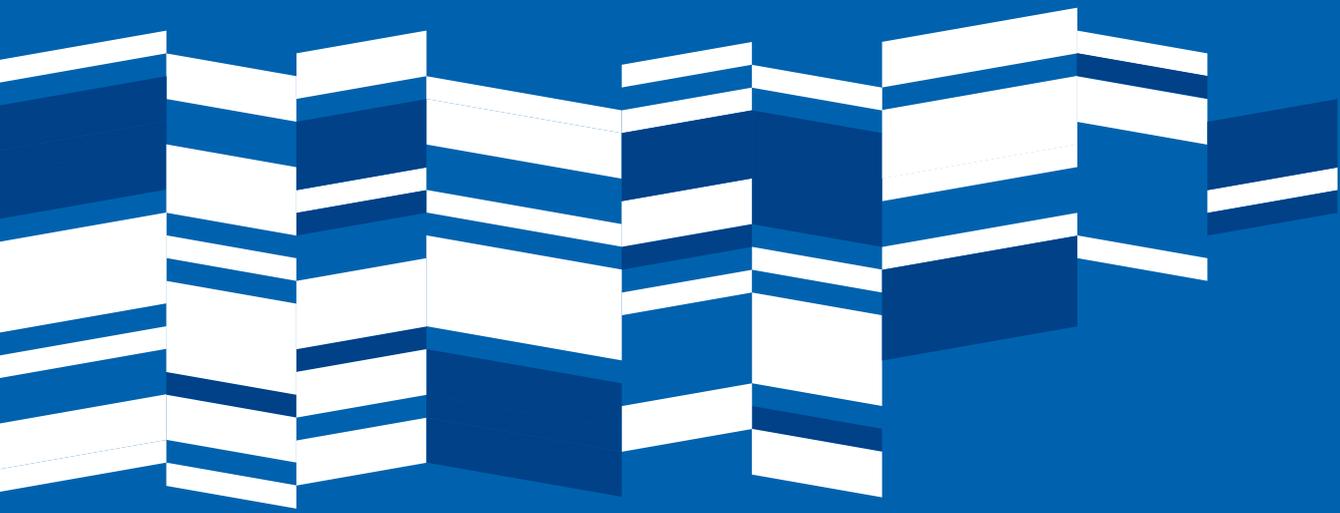
Для нас как инвесторов прежде всего важен практический вопрос оценки стоимости бизнеса. Задача данного отчета – мониторинг стоимости компаний, торгующихся на российском фондовом рынке, и выявление факторов, влияющих на стоимость. Полученные результаты позволяют более взвешенно и обоснованно подходить к улучшению инвестиционного климата в стране, а также дают отдельным компаниям инструменты для повышения собственной капитализации.

Михаил ТРОФИМОВ

Партнёр,
Руководитель департамента инвестиционного
анализа, Инвестиционная группа УСР

Андрей МАРЧЕНКО

Исполнительный директор,
Департамент инвестиционного анализа,
Инвестиционная группа УСР



1.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

1

2

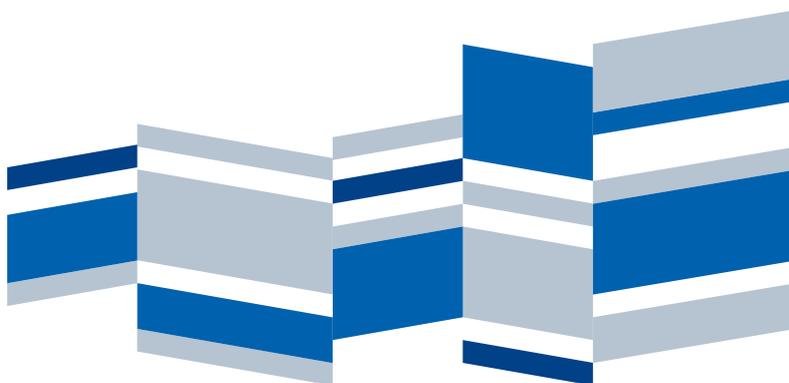
3

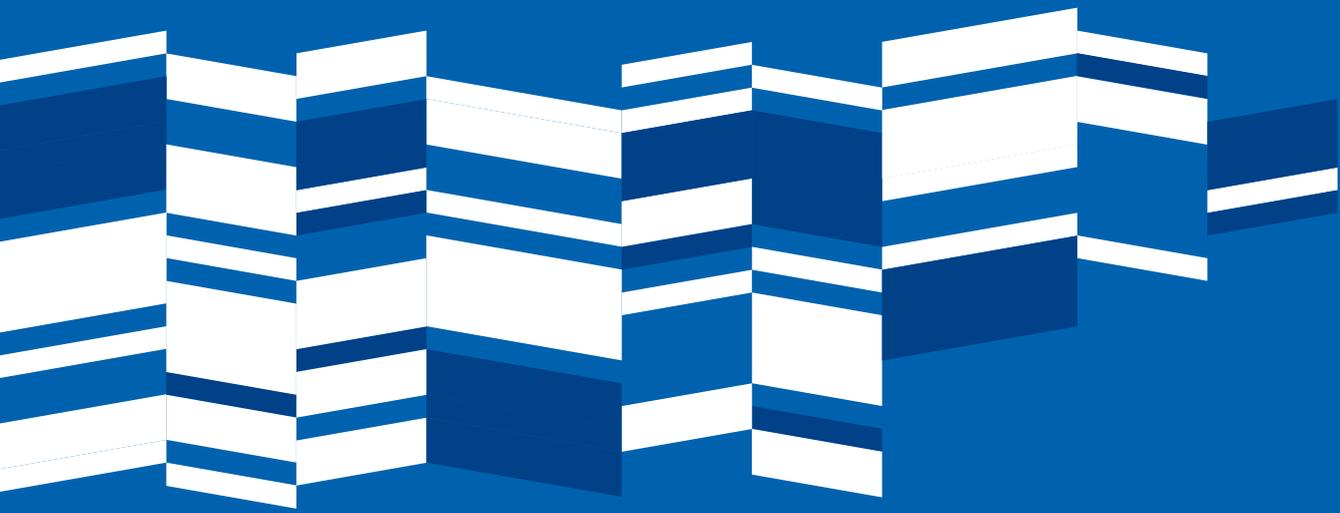
4

5

- Традиционные индикаторы не позволяют объективно оценить инвестиционный климат в стране. В частности, между местом страны в рейтинге Doing Business Всемирного банка и темпами роста экономики или уровнем оценки стоимости компаний в этой стране существенной взаимосвязи нет.
- Мы считаем, что отправной точкой при оценке инвестиционного климата в стране могут служить сложившиеся в стране мультипликаторы оценки стоимости компаний относительно уровня других ведущих стран. Мультипликаторы базируются на реальной оценке реальных компаний реальными инвесторами, тем самым отражая фактическую оценку рисков инвестиций в конкретной стране – чем выше инвестор оценивает риски инвестирования, тем большую «подушку безопасности» он будет закладывать при вложении средств и тем ниже будет мультипликатор.
- К сожалению, на данный момент мультипликаторы оценки российских компаний – одни из самых низких среди тридцати крупнейших экономик мира: в среднем оценка российских компаний, по-прежнему, примерно в два раза ниже среднего уровня по тридцати крупнейшим экономикам мира и в три раза ниже уровня компаний США.
- Сам по себе абсолютный уровень мультипликаторов оценки, однако, не позволяет выявить факторы, влияющие на инвестиционный климат. Для выявления факторов, которые коррелируют с ценовыми мультипликаторами – что позволяет определить направления приложения усилий для улучшения инвестиционного климата в стране и повышения оценки стоимости российских компаний – мы разработали специальный инструментарий в формате индекса, который мы назвали Индексом стоимости бизнеса.
- Индекс был составлен по результатам анализа более 400 различных показателей, из которых в рамках доработанной методологии этого года мы отобрали 16, которые продемонстрировали высокий уровень корреляции с мультипликаторами оценки стоимости компаний и взаимосвязь которых с мультипликаторами имеет экономический смысл. Эти показатели объединены в четыре группы: макроэкономические показатели, восприятие безопасности инвестиций в частные компании, доступность капитала и налоговая нагрузка. Индекс также позволяет сравнить российские показатели с показателями других ведущих 29-ти стран.
- Российские результаты в Индексе стоимости бизнеса этого года улучшились по сравнению с прошлым годом, во многом, за счёт улучшения макроэкономических показателей: в этом году Россия заняла 28-е место из тридцати стран с результатом 33,06. У лидера рейтинга – США – значение Индекса – 80,58, это более, чем в 2,5 раза выше.
- Результаты анализа показывают, что практически по всем категориям российские показатели, как и в прошлом году, ниже среднего значения как по тридцати крупнейшим экономикам мира, так и по крупнейшим развивающимся рынкам. Другими словами, в основе низкой стоимостной оценки российских компаний лежат не случайные факторы, а объективные характеристики инвестиционного климата, особенно в сравнении с уровнем, достигнутым другими странами.

- Хорошая новость – уровень оценки российских компаний при приложении усилий в направлении улучшения инвестиционного климата может быть увеличен, как минимум, вдвое. По нашему мнению, важными шагами в этом направлении могут быть:
 - Улучшение правоприменительной практики в части защиты прав миноритарных акционеров и ответственности директоров, а также дальнейшее совершенствование законодательства
 - Повышение доли прибыли, направляемой на дивиденды
 - Законодательное закрепление возможности обратного выкупа акций с последующим погашением по инициативе компаний
 - Улучшение бухгалтерских и аудиторских стандартов
 - Общее повышение эффективности правовой и судебной системы
 - Снижение уровня социальных взносов для работодателей





2.

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ КАК «ЛАКМУСОВАЯ БУМАЖКА» ИНВЕСТИЦИОННОГО КЛИМАТА

1

2

3

4

5

Сложности оценки инвестиционного климата

Необходимость улучшения инвестиционного климата для обеспечения роста и привлечения и повышения эффективности инвестиций – общее место в бизнес-литературе и макроэкономической науке, в том числе российской.

К сожалению, единого критерия качества инвестиционного климата пока не сложилось. Кто-то апеллирует к оценкам тех или иных государственных и общественных институтов разными некоммерческими организациями, кто-то – к оценке качества регулятивной среды для бизнеса, рассчитываемой Всемирным банком (World Bank) или другими международными институтами.

Последний подход был в свое время выбран российскими властями: в конце концов, методология Всемирного банка по оценке качества регулирования и наличия барьеров для занятия бизнесом для рейтинга условий ведения бизнеса Doing Business отрабатывалась более 10-ти лет, а формат рейтинга удобно использовать в качестве ориентира при поставке целей исполнителям.

Фокус на снятии барьеров для занятия бизнесом показал видимый эффект, как минимум, в части улучшения позиции России в рейтинге: если в 2012-м году Россия занимала разочаровывающее 120-е место по условиям для ведения бизнеса в рейтинге Doing Business, то за прошедшие семь лет она вырвалась на 31-е место, обогнав по этому показателю все другие

страны БРИКС (например, Китай в рейтинге 2019-го года занимал 46-е место, а Бразилия – 109-е).

С другой стороны, такое поразительное снижение барьеров для ведения бизнеса не привело ни к существенному росту инвестиций, ни к взрывному росту создания новых бизнесов, ни к ускорению экономического роста.

Очевидно, что, помимо факторов, учитываемых при расчёте рейтинга Doing Business, существуют и другие объективные причины, влияющие на инвестиционный климат.

Преимущества использования мультипликатора оценки стоимости компаний как индикатора качества инвестиционного климата

Как же понять, что это могут быть за объективные факторы? Мы считаем, что для корректного ответа на этот вопрос необходимо ориентироваться на очень простой индикатор: индикатор, в котором сами инвесторы непосредственно «голосят» самым ценным, что у них есть при осуществлении инвестиций – своими деньгами.

1 *Doing Business 2012: Doing Business in a More Transparent World, World Bank and International Finance Corporation*

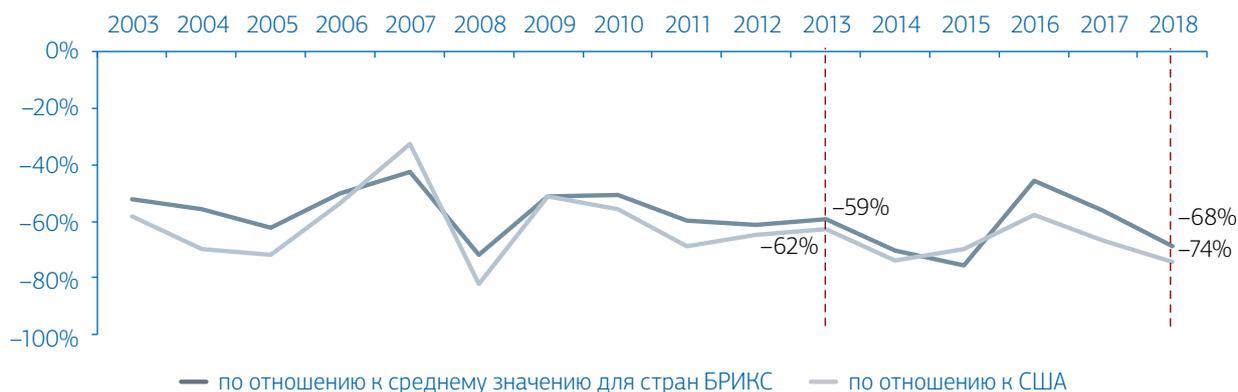
2 *Doing Business 2019: Training for Reform, World Bank Group*

3 Напомним, что в практике финансовых и инвестиционных рынков мультипликатор – это отношение стоимости компании (или цены её акций) к какому-то объективному экономическому или бухгалтерскому показателю, например, стоимости активов, EBITDA или размеру прибыли на акцию. Как правило, используется для сравнения цены акций или оценки стоимости компании с показателями компаний-аналогов.

Этот индикатор – мультипликатор оценки стоимости бизнеса компаний⁵. Чем выше, при прочих равных, мультипликатор оценки стоимости компании – тем лучше оценивает потенциальный

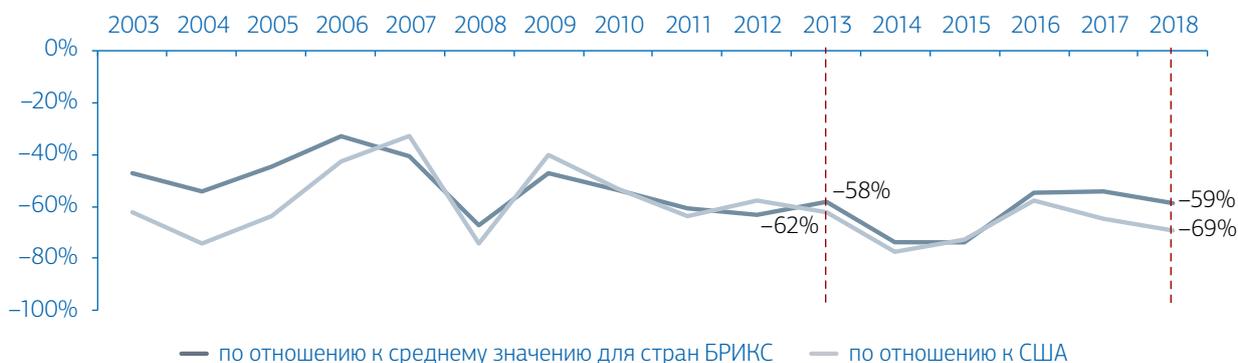
инвестор перспективы «отбить» свои первоначальные инвестиции. Чем ниже мультипликатор – тем более рискованными инвестор считает инвестицию и тем большую «подушку безопасности» (в

ГРАФИК 1. ДИСКОНТ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРУ АКЦИОНЕРНОЙ СТОИМОСТИ К ЧИСТОЙ ПРИБЫЛИ (P/E)



Источник: Bloomberg, расчёты инвестиционной группы UCP

ГРАФИК 2. ДИСКОНТ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ ПО МУЛЬТИПЛИКАТОРУ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА К ПОКАЗАТЕЛЮ ПРИБЫЛИ БЕЗ УЧЁТА АМОРТИЗАЦИИ, РАСХОДОВ ПО ПРОЦЕНТАМ И НАЛОГАМ (ЕВITDA) (EV/ЕVITDA)



Источник: Bloomberg, расчёты инвестиционной группы UCP

виде снижения стоимости приобретения) он закладывает при покупке.

Если применить тот же принцип на уровне страны, то можно обобщить, что средний мультипликатор, фактически сложившийся в конкретной стране, является индикатором оценки инвесторами перспектив и рисков инвестирования в компании этой страны. Чиновники и эксперты могут считать такую оценку необъективной, например, апеллируя к тому, что какие-то другие индикаторы или оценки – показывающие более радужную и «объективную» картину – были бы более «удобны» и «подходящи».

Достоинство среднего мультипликатора оценки в стране состоит в том, что такой мультипликатор основан на реальных сделках инвесторов, а не на субъективном мнении тех или иных отдельных экспертов или специалистов. Учитывая объёмы сделок на фондовом рынке, мультипликатор оценки является объективным показателем.

К сожалению, если судить по величине среднего мультипликатора оценки стоимости в России, инвестиционный климат в стране оставляет желать лучшего: по состоянию на конец 2018 г. мультипликаторы российских публичных компаний по-прежнему были одни из самых низких в мире⁴ – они в несколько раз ниже аналогичных показателей других ведущих стран.

Этот «российский дисконт» (то есть существенно более низкий уровень мультипликаторов оценки компаний) – явление не только последних нескольких лет (см. Графики 1 и 2), что позволяет утверждать, что он связан не только с эффектом замедления экономического роста и экономических санкций, произошедших после 2013 г., а с более глубинными и фундаментальными факторами.

Почему Индекс стоимости бизнеса более информативен, чем использование мультипликатора напрямую

При использовании среднего мультипликатора оценки для определения инвестиционного климата возникают, как минимум, две сложности.

Во-первых, само по себе то или иное значение мультипликатора не несёт в себе достаточной информации о том, какие конкретные шаги можно было бы предпринять для улучшения инвестиционного климата и бизнес-среды в стране: мы можем по нему понять, насколько рискованным средний инвестор оценивает инвестиционный климат в стране, но не можем из него понять – почему.

Во-вторых, изменения абсолютной величины среднего мультипликатора могут быть связаны не только с изменением инвестиционного климата, но также и с колебаниями макроэкономической конъюнктуры в мире, тем более, что в последнее время взаимозависимость между финансовыми рынками разных стран зачастую выше, чем она была многие десятилетия до этого.

Для обхода этих сложностей мы разработали специальный интегральный индекс (далее по тексту – Индекс стоимости бизнеса или Индекс), базирующийся на двух ключевых принципах:

- На базе анализа более 400 различных показателей мы отобрали 16, которые продемонстрировали вы-

⁴ см. подробнее Приложение 3

сокий уровень корреляции с мультипликаторами оценки стоимости компаний и взаимосвязь которых с мультипликаторами имеет экономический смысл. Это и есть показатели, которые разумный инвестор может потенциально учитывать (прямо или косвенно) при оценке компании или бизнеса.

- На основе абсолютных значений этих показателей мы рассчитали относительные в привязке к максимуму и минимуму каждого показателя среди крупнейших экономик мира. Это позволяет минимизировать влияние эффекта общемировой макроэкономической конъюнктуры: в конце концов, все страны находятся в схожих условиях с точки зрения взаимодействия с мировыми рынками и все подвержены влиянию актуальных трендов мировой экономики. Относительные показатели дают возможность сфокусироваться на разнице между странами, а не на абсолютных значениях.

На основе отобранных показателей мы составили сводный Индекс⁵, состоящий из четырёх групп показателей: макроэкономические показатели, восприятие безопасности инвестиций в частные компании, доступность капитала и налоговая нагрузка.

Индекс, с одной стороны, позволяет понять, какие факторы коррелируют с ценовыми мультипликаторами и, с другой стороны, сравнить российские показатели с показателями других стран. Это, в свою очередь, позволит определить возможные направления для проведения конкретных мероприятий по улучшению

инвестиционного климата в стране. Индекс также позволяет отслеживать динамику изменений от года к году.

Как интерпретировать Индекс и его КОМПОНЕНТЫ

Для лучшего понимания того, как именно можно интерпретировать полученные нами результаты, стоит вспомнить о связи мультипликаторов оценки стоимости компаний с наиболее часто используемым методом оценки компаний и проектов – так называемым доходным подходом.

Напомним, что в рамках доходного подхода стоимость компании или проекта для инвестора определяется на основе дисконтирования будущих денежных потоков. Для случаев равномерного роста применяется формула для оценки капитализации компании:

$$Equity Value = \frac{Div_1}{(r-g)} = E_1 \times \frac{K_d}{(r-g)}$$

где Div_1 – дивиденды в будущем году, r – ставка дисконтирования, или рыночная ставка доходности, требуемая инвесторами, g – ожидаемые долгосрочные темпы роста денежного потока (как правило, принимаемые близкими к долгосрочным темпам роста экономики в целом), E_1 – чистая прибыль в будущем году, а K_d – коэффициент выплаты дивидендов⁶. При этом ставка r , в свою очередь, складывается из «реальной» (т.е. за вычетом инфляции) безрисковой ставки, ин-

⁵ Подробнее о методологии составления индекса см. Приложение 2

⁶ При использовании мультипликатора не к прибыли компании, а к другим показателям – например, активам или выручке, вместо коэффициента выплаты дивидендов по факту будет использоваться коэффициент приведения конкретного экономического или бухгалтерского показателя к устойчивому дивидендному потоку

фляционных ожиданий и премии за риск.

При этом правая часть формулы, по сути, и представляет собой так называемый мультипликатор оценки стоимости компании – отношение цены акции к величине прибыли на акцию.

Хотя эта формула формально применима не ко всем ситуациям (например, быстрорастущие технологические компании, как правило, не выплачивают дивиденды на стадии бурного роста, а горно-металлургические компании имеют нестабильный денежный поток, зависящий от фазы делового цикла), она хорошо иллюстрирует, что же может влиять на мультипликатор оценки стоимости компаний.

Например, снижение темпов роста экономики (снижающее оценку g в знаменателе формулы) или повышение инфляционных ожиданий или волатильности обменного курса (повышающие оценку r) с большой долей вероятности приведёт к снижению мультипликатора и, следовательно, к снижению капитализации компании.

Обратная ситуация – повышение темпов роста ВВП и более стабильный обменный курс – вероятно, повысит капитализацию компании.

Вместе с тем, формула подсказывает нам, что помимо макроэкономического фона есть, как минимум, три группы факторов, потенциально воздействующих на мультипликатор оценки компаний:

- Темпы роста выручки и прибыли
- Предсказуемость прибыли и коэффициент дивидендных выплат
- Специфические риски, связанные с деятельностью компании

Все показатели, отобранные нами для расчёта Индекса, потенциально влияют на один или несколько приведённых выше факторов: например, рост доли прибыли, направляемой на выплату дивидендов, повышает предсказуемость денежного потока для инвестора и снижает

ет для него риски, уменьшая вероятность непроизводительных инвестиций со стороны менеджмента; повышение качества финансовой отчётности снижает риски для инвестора за счёт большей информационной прозрачности и возможности более точно прогнозировать денежные потоки в будущем и т.п.

Возможная критика Индекса стоимости бизнеса

Как и любой аналитический показатель, наш Индекс не лишён возможных недостатков.

По результатам публикации первой версии Индекса стоимости бизнеса в прошлом году, часть критиков обращала внимание, что корреляция с мультипликаторами не обязательно означает зависимость. Другая часть – не была согласна с равными весами выбранных индикаторов в рамках отобранных категорий при расчёте Индекса или с включением в Индекс отдельных индикаторов.

Индекс не призван и не может дать однозначного ответа о конкретных причинах расхождений в мультипликаторах оценки между странами: как минимум в силу того, что оценка на уровне индивидуальных компаний всегда будет более точной и между компаниями в разных странах могут быть большие различия в части используемых бизнес-моделей, рынков, на которых они работают и т.п., которые на уровне страны в целом учесть сложно.

Предложенный нами формат Индекса также не является единственно возможным. Это наша попытка предложить практический инструмент для лучшего понимания причин сложившегося уровня более фундаментального индикато-

Комментарий эксперта



Андрей Шаронов

Президент Московской школы управления СКОЛКОВО, независимый директор с опытом работы в совете директоров крупнейших российских публичных компаний

В этом году коллеги из Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО, инвестиционной группы УСР и Клуба независимых директоров СКОЛКОВО второй раз подготовили Индекс стоимости бизнеса.

Индекс направлен на выявление факторов, влияющих на оценку рыночной стоимости компаний, которая для российских компаний многие годы держится на уровне в два-три раза более низком чем для компаний-аналогов из других стран.

В этот раз методология расчёта Индекса была доработана и упрощена по сравнению с прошлогодней версией: анализ позволили отобрать 16 наиболее важных факторов, сгруппированных в 4 категории: макроэкономические факторы, восприятие безопасности инвестиции в частные компании, доступность капитала и налоговая нагрузка. Анализ, как и в прошлом году, проведен по тридцати основным экономикам мира, совокупно производящим более 80% мирового валового продукта.

Проведённый анализ объективно отражает основные проблемы, с которыми сталкиваются российские компании, и даёт хорошую возможность как для совершенствования государственного регулирования, так и для практических мер, которые могут быть реализованы на уровне отдельных компаний.

В частности, работа в очередной раз подтвердила, что совершенствование корпоративного управления – прежде всего в части регулирования конфликта интересов и ответственности директоров за принимаемые решения – является одним из важных направлений улучшения инвестиционного и предпринимательского климата в стране.

Многое здесь может быть сделано самими компаниями, уже в рамках действующего законодательства. Я наблюдаю, что всё большее число российских непубличных компаний начинают вкладываться в создание реального, а не формального совета директоров, делая подробный аудит, публикуя отчеты, приглашая независимых директоров. Эта практика помимо повышения устойчивости компании и более высокой потенциальной капитализации компании в случае выхода на фондовый рынок или привлечения стратегического инвестора имеет и побочные положительные эффекты: компания получает экспертизу от людей, которые не связаны с компанией, но имеют хороший рыночный опыт.

По моему опыту, большую роль в достижении этого эффекта играет правильно подобранный – с хорошей диверсификацией отраслевой и неотраслевой экспертизы, опыта, возраста, гендерного состава – совет директоров. Это даёт больше шансов увидеть возможности и риски более широко, чем это может сделать собственник и его менеджмент, обычно погруженный в текучку.

Данные, полученные авторами исследования, несомненно, будут полезны как регулятору, так и всем, кто интересуется вопросами инвестиций и повышения капитализации (оценки стоимости) компаний.

ра качества инвестиционного климата – странового дисконта к мультипликаторам оценки компании.

Вместе с тем, тот факт, что рассчитанный нами Индекс на протяжении нескольких лет показывает высокую степень корреляции со страновым дисконтом (на базе мультипликаторов оценки) говорит о том, что нам удалось правильно эмпирически выявить и определить, как минимум, часть факторов, влияющих на разницу в оценке компаний между странами. Полученные результаты позволяют более взвешенно и обоснованно подходить к улучшению инвестиционного климата в стране, а также даёт отдельным компаниям инструменты для повышения собственной капитализации.

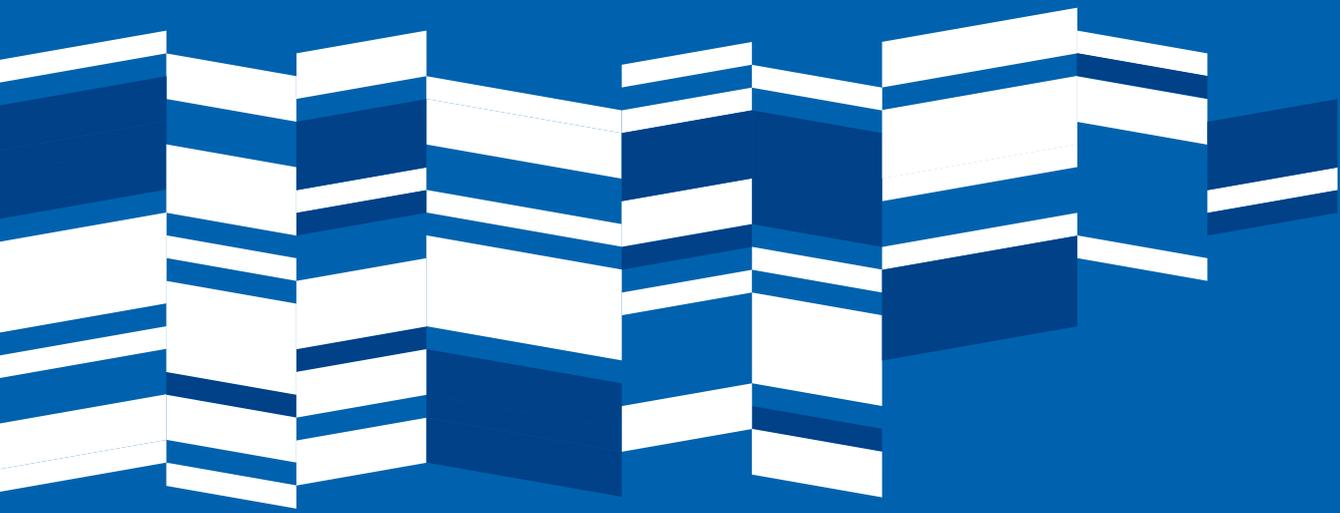
Что касается точечной критики прошлогодней версии Индекса, в новой версии Индекса мы постарались учесть многие высказанные нам замечания и предложения⁷.

Кроме того, учитывая, что Индекс стоимости бизнеса изначально был нацелен на использование в качестве дополнения к информации о среднем «дисконте» мультипликаторов оценки компаний, в этом году мы также включили в отчёт информацию о таком дисконте, наблюдаемом на рынках разных стран. Надеемся, что это повысит информативность отчёта для читателей.

Давайте теперь подробнее рассмотрим результаты расчёта Индекса стоимости бизнеса 2019 г.

⁷ Подробнее об изменениях в методологии расчёта индекса см. Приложение 2





3.

«ИНДЕКС СТОИМОСТИ БИЗНЕСА» (BUSINESS VALUE INDEX) 2019

1

2

3

4

5

Рейтинг	Страна	Индекс стоимости бизнеса 2019	А. Макроэкономические показатели	В. Восприимчивость к инвестициям в частные компании	С. Доступность капитала	Д. Налоговая нагрузка	Справочно: средний дисконт / премия по четырём мультипликаторам ⁸ относительно уровня США на конец 2018 г.
1 (-)	США	80,58	82,77	83,48	77,45	78,64	0,0%
2 (▲3)	Малайзия	75,79	81,63	76,76	86,76	58,01	+8,8%
3 (▼1)	Канада	75,69	77,77	80,39	57,63	86,98	-6,7%
4 (-)	Великобритания	74,60	75,65	87,10	59,53	76,10	-30,6%
5 (▼2)	ОАЭ	74,43	78,88	70,72	59,16	88,95	-19,5%
6 (▲1)	Австралия	69,64	80,39	66,99	61,22	69,95	-10,3%
7 (▼1)	Нидерланды	66,84	79,92	73,28	57,05	57,09	-28,4%
8 (▲2)	Саудовская Аравия	66,09	76,24	67,40	41,68	79,06	+12,1%
9 (▼1)	Германия	65,45	78,08	64,05	65,04	54,64	-42,5%
10 (▼1)	Таиланд	65,21	84,19	44,94	54,05	77,67	-18,6%
11 (-)	Индия	63,44	90,55	51,26	60,32	51,64	+17,9%
12 (-)	Индонезия	59,57	88,52	43,85	45,47	60,44	+1,7%
13 (-)	Япония	59,46	76,96	68,79	58,04	34,03	-35,6%
14 (-)	Южная Корея	58,90	81,04	43,11	45,46	66,01	-52,2%
15 (-)	Филиппины	56,84	90,65	28,29	42,86	65,54	+3,3%
16 (▲6)	Пакистан	50,87	69,74	34,40	41,09	58,26	-53,3%
17 (▲2)	Испания	50,27	78,17	41,10	41,24	40,57	-35,0%
18 (▲2)	Китай	50,25	91,69	34,06	47,47	27,76	-34,5%
19 (▼2)	Польша	49,87	81,67	20,67	39,97	57,17	-23,1%
20 (▼4)	Южная Африка	49,41	59,69	44,03	26,44	67,48	-13,5%
21 (-)	Франция	48,57	76,06	57,92	34,14	26,15	-32,1%
22 (▼4)	Турция	46,11	63,36	23,29	32,04	65,73	-59,5%
23 (▲1)	Мексика	43,14	69,83	35,49	32,00	35,24	-24,2%
24 (▼1)	Колумбия	40,17	66,99	30,54	21,90	41,23	-36,2%
25 (▲1)	Нигерия	38,93	45,80	28,42	17,45	64,05	-43,4%
26 (▼1)	Италия	37,69	69,32	24,79	24,68	31,98	-48,9%
27 (-)	Египет	36,25	39,48	30,87	32,09	42,57	-25,1%
28 (▲1)	Российская Федерация	33,06	58,51	19,35	18,38	36,01	-67,8%
29 (▼1)	Бразилия	33,05	54,43	30,31	10,08	37,37	-24,2%
30 (-)	Аргентина	16,10	9,94	8,55	11,68	34,23	-67,5%
	Среднее значение ⁹	54,54	71,93	47,14	43,41	55,69	-26,3%
	Среднее значение по странам БРИКС	45,84	70,97	35,80	32,54	44,05	-24,4%
	Среднее значение по развивающимся рынкам	50,37	69,14	38,32	36,32	55,72	-25,9%
	Среднее значение по развитым рынкам	62,88	77,51	64,79	53,60	55,61	-27,0%

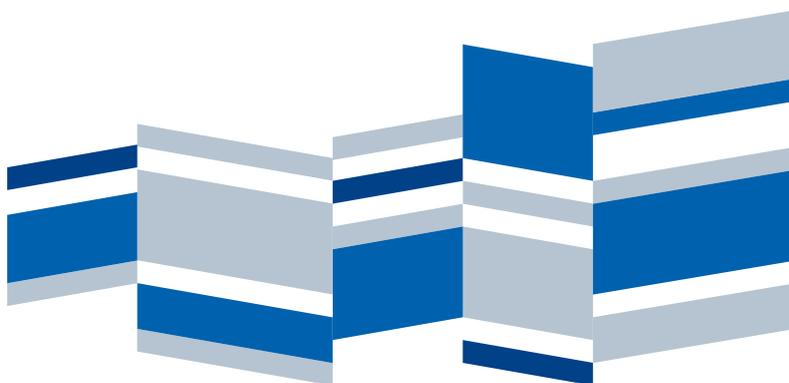
Источник: см. Приложение 1

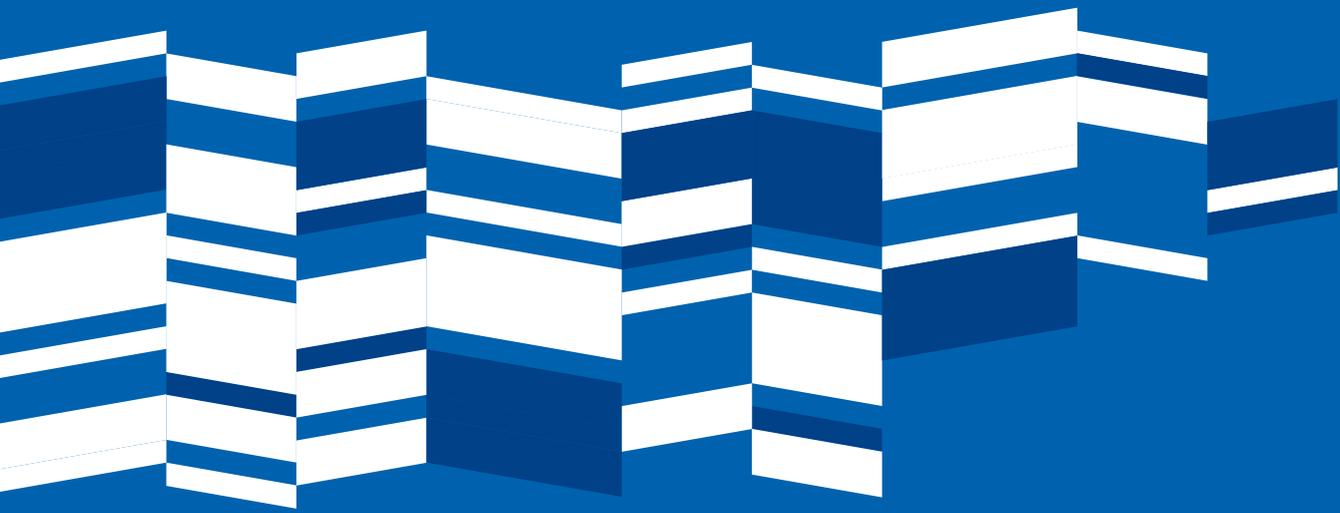
⁸ Мультипликатор акционерной стоимости к чистой прибыли (P/E), мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учёта амортизации, расходов по процентам и налогам (EV/EBITDA), мультипликатор акционерной стоимости к показателю балансовой стоимости активов (P/BV) и мультипликатор стоимости бизнеса к показателю выручки (EV/S)

⁹ Здесь и далее в отчёте средние значения по развитым странам для целей настоящего отчёта рассчитаны на базе данных по Австралии, Великобритании, Германии, Испании, Италии, Канаде, Нидерландам, США, Франции и Японии. К развивающимся странам отнесены остальные двадцать стран. Страны БРИКС включают в себя Бразилию, Россию, Индию, Китай и Южную Африку.

Чем ближе значение Индекса к 100 – тем ближе показатели страны по выбранным для сравнения индикаторам к наилучшим результатам среди анализируемых тридцати стран (то есть, «передовому рубежу»). Чем ближе Индекс к нулю – тем ближе они к наихудшим результатам. Подробнее о значениях отдельных индикаторов и рейтинге стран в каждой из категорий см. Приложение 1.

С результатами Индекса стоимости бизнеса за 2018 г., рассчитанными по методологии 2019 г., можно ознакомиться в Приложении 5.





4.

АНАЛИЗ И ВЫВОДЫ

1

2

3

4

5

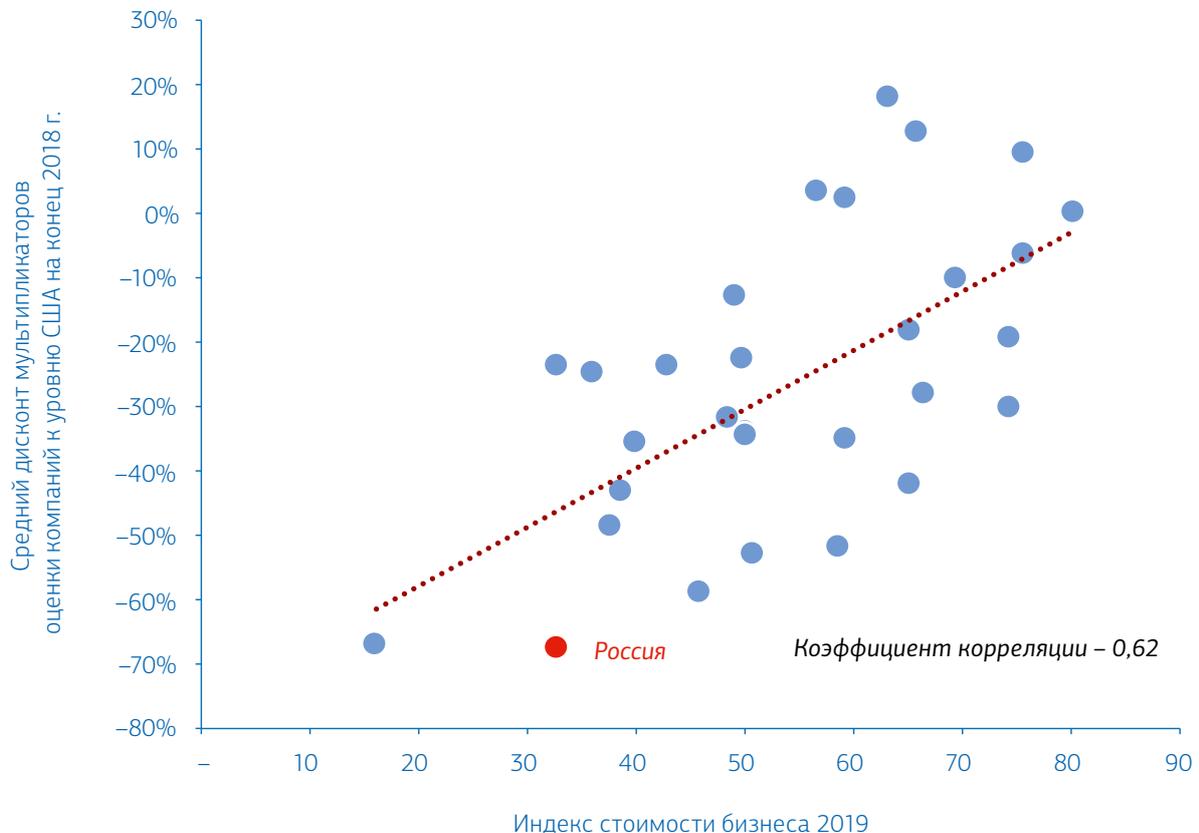
Общие результаты

Как и в прошлом году, уровень корреляции получившихся значений Индекса стоимости бизнеса и мультипликаторов оценки компаний в разных странах был высоким: большому значению Индекса соответствует более высокая оценка компаний в данной стране (см. График 3 на примере среднего дисконта мультипликаторов оценки стоимости компаний конкретной страны к уровню США).

Напомним, что корреляция значений интегрального показателя лёгкости ведения бизнеса, на основе которого считается рейтинг Doing Business Всемирного банка и мультипликаторов, минимальна (практически отсутствует); отсутствует корреляция рейтинга Doing Business и с темпами роста ВВП между странами (см. Таблицу 1).

Значение Индекса для России за 2019 г. составило 33,06 по сравнению с 30,46 за 2018 г., во многом, за счёт улучшения ма-

ГРАФИК 3. КОРРЕЛЯЦИЯ МЕЖДУ СТРАНОВЫМ ДИСКОНТОМ (НА БАЗЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ОЦЕНКИ) К УРОВНЮ США И ИНДЕКСОМ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА



Источники: Bloomberg, анализ инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Сравнение проведено для тридцати крупнейших экономик мира по размеру ВВП по паритету покупательной способности (ППС) без учёта Ирана.

ТАБЛИЦА 1. КОРРЕЛЯЦИЯ ЗНАЧЕНИЙ ПОКАЗАТЕЛЯ ЛЁГКОСТИ ВЕДЕНИЯ БИЗНЕСА С МУЛЬТИПЛИКАТОРАМИ И ТЕМПАМИ РОСТА ВВП

Мультипликатор акционерной стоимости к чистой прибыли (P/E) и показатель лёгкости ведения бизнеса в рейтинге Doing Business 2019 ¹⁰	Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учёта амортизации, расходов, по процентам и налогам (EV / EBITDA) и показатель лёгкости ведения бизнеса в рейтинге Doing Business 2019	Темп прироста ВВП в 2018 г. и показатель лёгкости ведения бизнеса в рейтинге Doing Business 2019	Средний темп прироста ВВП в 2016-2018 г. и показатель лёгкости ведения бизнеса в рейтинге Doing Business 2016 (связь рейтинга и будущих темпов роста)	Средний темп прироста ВВП в 2016-2018 г. и показатель лёгкости ведения бизнеса в рейтинге Doing Business 2019 (связь рейтинга и прошлых темпов роста)
0,14	0,14	-0,09	-0,19	-0,01

Источник: World Bank, Bloomberg, International Monetary Fund, анализ инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.

кроссекономических показателей: прежде всего, выхода на траекторию пусть небольшого, но стабильного роста ВВП и значимого снижения инфляции. Вместе с тем, значение Индекса для России остаётся низким: текущее значение означает, что, в среднем, российские показатели инвестиционного климата, отобранные для расчёта Индекса, находятся среди трети худших для тридцати крупнейших экономик мира. Для сравнения: у топ-3 стран-лидеров Индекса значения Индекса были выше 75.

Это позволило России занять только 28-е место из тридцати (обогнав только Аргентину и Бразилию). При этом в части дисконта к оценке компаний российские мультипликаторы остаются одними из худших среди 30-ти крупнейших стран: сравнимый уровень дисконта наблюдался только в Аргентине.

Как видно из результатов этого года, у большинства стран значения Индекса и дисконты изменились незначительно и не всегда изменение дисконта и Индекса двигались однонаправленно. Вместе с тем

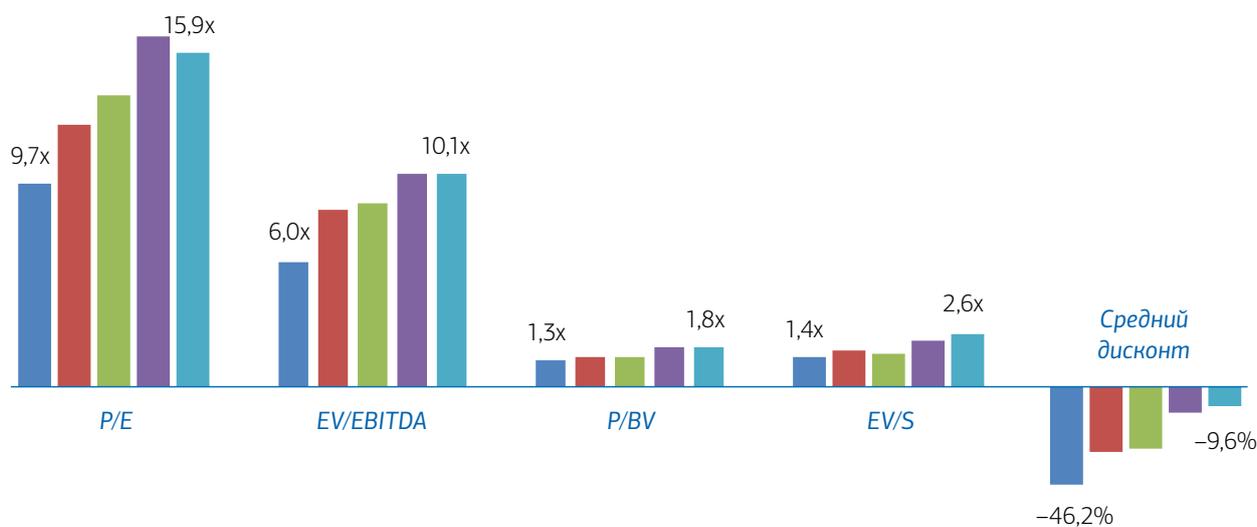
у ряда стран значимое ухудшение Индекса коррелировало с существенным ухудшением дисконта к оценке компаний, прежде всего, в случае Турции (ухудшение дисконта с 50,2% до 59,5% при падении значения Индекса стоимости бизнеса с 49,47 до 46,11) и Аргентины (ухудшение дисконта с 34,2% до 67,5% при падении Индекса с 20,51 до 16,10).

Анализ распределения как дисконта в целом, так и отдельных мультипликаторов по группам стран с разным уровнем Индекса (График 4) подтверждает, что с улучшением инвестиционного климата по рассмотренным нами направлениям (и соответствующим улучшением значения Индекса) можно ожидать среднего роста мультипликатора и сокращения дисконта.

Это даёт нам основания утверждать, что факторы, выбранные нами для расчёта Индекса, отражают важные условия для создания инвестиционного климата в стране, которые стимулируют снижение дисконта и рост капитализации местных компаний.

¹⁰ Опубликовано в октябре 2018 г.

ГРАФИК 4. РАСПРЕДЕЛЕНИЕ СРЕДНИХ ЗНАЧЕНИЙ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ОЦЕНКИ ПО ГРУППАМ СТРАН В ЗАВИСИМОСТИ ОТ УРОВНЯ ИНДЕКСА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА



Диапазон Индекса стоимости бизнеса (N - количество стран в диапазоне)

■ <40 (N = 6) ■ 40-50 (N = 6) ■ 50-60 (N = 7) ■ 60-70 (N = 6) ■ >70 (N = 5)

Корреляция между компонентами Индекса стоимости бизнеса

Анализ корреляции между компонентами Индекса (см. Таблицу 2) также показывает любопытные результаты:

- Промежуточный индекс по каждой из категорий показывает более значимую корреляцию с мультипликаторами оценки компаний, чем каждый из отдельных показателей¹¹
- В свою очередь, интегральный индекс показывает более значимую

корреляцию с мультипликаторами оценки компаний, чем промежуточные индексы по каждой из категорий

Это служит дополнительным косвенным свидетельством того, что разработанный нами индекс – полезный инструмент для оценки общего качества инвестиционного климата и бизнес-среды в стране.

¹¹ В части корреляции отдельных показателей с мультипликаторами см. подробнее Приложение 2.

ТАБЛИЦА 2. КОРРЕЛЯЦИЯ МЕЖДУ КОМПОНЕНТАМИ ИНДЕКСА И МУЛЬТИПЛИКАТОРАМИ

	Индекс стоимости бизнеса 2019	А. Макроэкономические показатели	В. Восприятие безопасности инвестиций в частные компании	С. Доступность капитала	Д. Налоговая нагрузка
Индекс стоимости бизнеса		0,74	0,89	0,92	0,70
А. Макроэкономические показатели			0,50	0,68	0,30
В. Восприятие безопасности инвестиций в частные компании				0,81	0,52
С. Доступность капитала					0,48
Мультипликатор акционерной стоимости к чистой прибыли (P/E), 2018	0,56	0,54	0,52	0,57	0,20
Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учёта амортизации, расходов по процентам и налогам (EV/EBITDA), 2018	0,65	0,65	0,50	0,57	0,43
Мультипликатор акционерной стоимости к показателю балансовой стоимости активов (P/BV), 2018	0,46	0,34	0,44	0,43	0,28
Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю выручки (EV/S), 2018	0,50	0,37	0,38	0,37	0,52
Средний дисконт по четырём мультипликаторам относительно уровня США, 2018	0,62	0,54	0,52	0,54	0,44

Источник: Bloomberg, анализ инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Корреляция в отношении других периодов может отличаться.

Анализ уровня отдельных компонентов Индекса для России¹²

КАТЕГОРИЯ А. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

В данной категории в этом году мы использовали четыре показателя: средний темп прироста ВВП за три года, средняя инфляция за три года, волатильность обменного

курса к доллару США и разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США. По трём последним показателям индекс предельного рубежа рассчитывался на базе обратной зависимости между значениями выбранных показателей и стоимостью бизнеса – то есть большему значению показателя соответствует меньшее значение индекса.

Средние темпы экономического роста за последние три года в России улучшились по сравнению с данными прошлого

¹² Детальные данные и значения см. в Приложении 1. Методология и принципы расчёта отдельных показателей см. в Приложении 2.

года – 1,42% – но пока отстают от средних темпов роста ВВП не только на развивающихся рынках (3,23%), но и на развитых (1,99%).

Инфляция в России также существенно снизилась за последнее время и в среднем за предыдущие три года составила 4,05%. Это ниже среднего уровня инфляции среди развивающихся стран в нашей выборке (6,56%) и средней инфляции по тридцати крупнейшим странам (4,87%) – что представляет собой существенный прогресс по сравнению с показателями предыдущего года – но пока ещё существенно выше инфляции в развитых странах (1,48%).

Волатильность обменного курса рубля к доллару США за последние пять лет остаётся одной из самых высоких в мире – 34,47% в среднегодовом выражении против 12,91% для тридцати крупнейших экономик мира. Выше волатильность обменного курса за прошедшие пять лет была только в Аргентине и Египте. Вместе с тем, можно ожидать, что, в силу особенностей его расчёта (средняя за пять лет) в следующем году значение этого показателя для России улучшится.

Стоимость страховки от дефолта по суверенным облигациям России находится на уровне, близком к среднему для тридцати рассматриваемых стран.

Значение индекса предельного рубежа для России в рамках данной категории улучшилось по сравнению с прошлым годом на десять пунктов и составило 58,51 против среднего для тридцати крупнейших экономик мира значения в 71,93, позволив стране занять 26-е место из тридцати стран. У лидера в рамках данной категории – Китая – значение индекса составило 91,69.

Во многом благодаря прогрессу в этой категории значение интегрального Индекса стоимости бизнеса для России улучшилось, и Россия смогла подняться на одно место в общем рейтинге.

КАТЕГОРИЯ В. ВОСПРИЯТИЕ БЕЗОПАСНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Для данной категории мы использовали шесть показателей:

- Восприятие качества применяемых в стране бухгалтерских и аудиторских стандартов
- Оценка регулирования ответственности директоров и конфликта интересов
- Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды
- Эффективность защиты прав собственности
- Эффективность обжалования решений государственных органов
- Эффективность судебного разрешения коммерческих споров

В части применяемых в стране бухгалтерских и аудиторских стандартов российские бизнес-пользователи оценили качество этих стандартов в 4,30 балла по семибальной шкале, что немного выше показателя предыдущего года. Вместе тем, полученная оценка по-прежнему подразумевает, что бизнес-пользователи не уверены в качестве этих стандартов. Среди тридцати крупнейших стран хуже результаты только у Аргентины, Турции и Пакистана. Российский результат существенно отстаёт не только от развитых стран, у которых средняя удовлетворённость качеством бухгалтерских и аудиторских стандартов составила 5,69 баллов по семибальной шкале, но и от развивающихся (4,75 балла).

Что касается оценки регулирования ответственности директоров и конфликта интересов, проведенной специалистами Всемирного банка, то они оценили его в среднем в 3,5 балла по десятибалльной шкале, не изменив оценки по сравнению с прошлым годом, что эквивалентно утверждению «регулирование, вероятно, неэффективно». Это один из четырёх худших результатов среди тридцати крупнейших стран: хуже результаты только у Аргентины, Китая и Филиппин.

При этом в среднем по миру этот показатель оценивается в 6 баллов из 10-ти, причём оценка сравнима как для развитых, так и развивающихся рынков.

Доля прибыли публичных компаний, направляемой на дивиденды, немного увеличилась по сравнению с прошлым годом, составив 34% против 31,68% в прошлом году. Этот показатель, тем не менее, остаётся на уровне существенно более низком, чем средние значения как для развитых (62,49%), так и развивающихся рынков (43,15%)¹³.

Что касается трёх показателей эффективности правовой системы, как в части защиты права собственности, так и возможностей обжалования в суде, то по каждому из них бизнес-пользователи по-прежнему оценивают их качество на уровне менее 4-х по семибалльной шкале. То есть российский бизнес считает, что система правосудия в России, скорее, не справляется с задачами обеспечения надёжной защиты права собственности и эффективного разрешения споров как между бизнесом, так и с государством.

Оценка пользователями российской системы правосудия оказалась одной из худших среди тридцати крупнейших экономик мира; хуже результаты показали только Аргентина и Нигерия.

Другими словами, реформы российского правосудия последних лет, начиная от доработки гражданского кодекса до корректировки судебной системы, невзирая на общий положительный эффект – а оценки российских бизнес-пользователей, по данным опросов Всемирного экономического форума, за последние 10 лет улучшились примерно на 25% – пока недостаточны и

требуют приложения дополнительных усилий, чтобы довести российскую правовую систему хотя бы до среднемирового уровня, не говоря уже о том, чтобы вывести её в мировые лидеры.

Значение индекса предельного рубежа для России в части восприятия безопасности инвестиций в частные компании в стране составило 19,35 против 16,38 в прошлом году, поместив страну на 29-е место из тридцати стран. У лидера в рамках данной категории – Великобритании – значение индекса составило 87,10.

КАТЕГОРИЯ С. ДОСТУПНОСТЬ КАПИТАЛА

В рамках данной категории мы включили в Индекс оценку доступности финансирования для компаний малого и среднего бизнеса (МСБ) и доступности венчурного финансирования, количество компаний на бирже на миллион долларов ВВП в качестве индикатора распространённости привлечения капитала на фондовом рынке и оценку уровня нетарифных барьеров в экономике.

Российские бизнес-пользователи оценивают доступность финансирования для МСБ и доступность венчурного финансирования крайне низко: 3,3 и 2,7 баллов по семибалльной шкале, соответственно, что эквивалентно утверждению, что финансирование малодоступно¹⁴. Улучшение по сравнению с прошлым годом формально есть, но оно незначительно. Хуже доступность финансирования местными бизнесменами оценивается только в Аргентине, Бразилии, Италии и Нигерии. При этом в среднем по развитым рынкам доступность финансирования для МСБ и доступность венчурного

¹³ Фактический уровень возврата средств акционерам на многих развитых финансовых рынках ещё выше, так как там помимо выплаты дивидендов также распространён выкуп компаниями собственных акций с последующим погашением, который в последнее время по значимости сравнялся с выплатой дивидендов. Подробнее см. дискуссию в Разделе 5.

¹⁴ Интересно, что оценка респондентами опроса Всемирного экономического форума доступности финансирования не обязательно совпадает со степенью закредитованности частного сектора в процентах от ВВП: многие развивающиеся страны имеют более высокие оценки доступности финансирования по сравнению с Россией, имея при этом меньшую долю кредитов частному сектору в ВВП. При этом оценки доступности на базе опроса Всемирного экономического форума гораздо выше (в несколько раз) коррелируют с уровнем мультипликаторов чем доля кредитов частному сектору в ВВП. Возможные направления повышения восприятия доступности финансирования требуют отдельного анализа.

финансирования оценивается в 4,5 и 4,0 балла, а для развивающихся – в 3,93 и 3,25 балла.

Количество компаний на бирже на миллион долларов ВВП в России – что является косвенным признаком развитого фондового рынка как механизма привлечения финансирования бизнесом – одно из самых низких среди тридцати крупнейших экономик мира и немногим превышает 100 компаний на миллион долларов ВВП. Хуже результат показала только Колумбия. При этом в среднем по крупнейшим экономик мира этот показатель был выше в шесть раз, причём для развивающихся рынков он был даже выше, чем для развитых (709 против 510).

Что касается уровня нетарифных барьеров, то его российские бизнес-пользователи оценили оптимистичнее доступности финансирования – в 3,94 балла по семи-балльной шкале¹⁵, показав небольшой рост по сравнению с предыдущим годом, но это тоже – один из четырёх самых низких показателей среди тридцати стран, хотя и близкий к среднему значению для развивающихся рынков (4,11 балла). При этом оценка уровня нетарифных барьеров в среднем по развитым рынкам была гораздо оптимистичнее и составила 4,92 балла.

В результате значение индекса предельного рубежа для России в части доступности капитала оказалось равным 18,38, поместив Россию на 27-е место среди анализируемых стран в рамках данной категории. У лидера в рамках данной категории – Малайзии – значение индекса составило 86,76.

КАТЕГОРИЯ D. НАЛОГОВАЯ НАГРУЗКА

В эту категории мы включили два показателя: среднюю эффективную¹⁶ ставку налога на прибыль у публичных компаний и налоговую нагрузку на фонд оплаты труда.

Средняя эффективная ставка налога на прибыль российских публичных компаний оказалась близка к среднему уровню для

тридцати экономик мира. Надо отметить, что в целом по этому показателю разброс между странами небольшой, исходя из чего можно сделать вывод, что фундаментальные корректировки и реформы в области законодательства о налогообложении прибыли, если и возможны, то вряд ли необходимы.

С другой стороны, в части налоговой нагрузки на фонд оплаты труда, согласно оценкам Всемирного банка российская нагрузка (36,4%) – остаётся одной из самых высоких среди тридцати крупнейших экономик мира. По-прежнему выше она только в трёх странах: Бразилии, Китае и Франции; а сравнимый уровень нагрузки наблюдается ещё в Италии и Канаде. При этом средний уровень нагрузки по тридцати крупнейшим экономик мира, как и в прошлом году, был существенно ниже и составил 20%-23%.

С учётом этого, значение индекса предельного рубежа для России в части уровня налоговой нагрузки оказалось равным 36,01 (против 40,74 в предыдущем году), позволив России занять только 24-е место из тридцати. У лидера в рамках данной категории – ОАЭ – значение индекса составило 88,95.

Лидеры и отстающие

Для более глубокого анализа результатов и повышения качества выработки рекомендаций мы решили также сравнить данные по России как страны с одним из самых больших дисконтов мультипликаторов оценки относительно уровня США, с показателями пяти развивающихся стран, у которых на конец 2018 г. наблюдалась премия к уровню США, т.е. Индия, Индонезия, Малайзия, Саудовская Аравия и Филиппины – назовём их развивающиеся рынки «лидеры» – а также со средним уровнем для развитых рынков (см. детальные данные в Приложении 4).

¹⁵ Чем выше оценка, тем ниже барьеры

¹⁶ т.е. фактически уплачиваемый налог с учётом льгот и ограничений на вычет расходов

Комментарий эксперта



Олег ШИБАНОВ

Профессор финансов Российской экономической школы (РЭШ), директор магистратуры «Финансы, инвестиции, банки» РЭШ, директор Центра исследования финансовых технологий и цифровой экономики СКОЛКОВО-РЭШ

Исследование стоимости бизнеса, подготовленное при участии специалистов Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО, инвестиционной группы UCP и Клуба независимых директоров СКОЛКОВО, является интересным прикладным исследованием по сравнению мультипликаторов и объяснению их зависимости от фундаментальных переменных в разных странах мира. Авторы рассматривают 30 крупнейших по ВВП (ППС) стран и 4 группы переменных, которые влияют на P/E и EV/EBITDA. Как показано в исследовании, удаётся связать их между собой с высокой корреляцией, значительно улучшающей результаты по сравнению с такими индикаторами, как Doing Business или его субкомпоненты.

Исследование является полезным для любого инвестора, который хотел бы подробнее разобраться в различиях между рынками, а также понять, какие основные характеристики влияют на оценку стоимости в разных странах. Кроме того, оно предлагает некоторые шаги, возможно, увеличивающие стоимость компаний в течение

времени, и эти изменения касаются как решений фирм (увеличение дивидендов), так и решений государства (защита прав собственности и миноритариев, снижение налогов на труд).

Со многими предложениями нельзя не согласиться, прежде всего в части оптимизации налоговой нагрузки или улучшения возможностей миноритариев. Некоторые тезисы, на мой взгляд, спорны.

В частности, поскольку цель регулятора по инфляции в России равна 4%, то полученные за последние три года 4,05% с этой точки зрения как раз оптимальны, и не факт, что должны уменьшаться в дальнейшем. Волатильность курса сильно завязана на горизонт расчёта – после резкого скачка в 2014 году на пятилетнем горизонте она стала слишком большой и, очевидно, можно ожидать снижения уже в следующем году. Тема доступности финансирования для МСБ заслуживает более глубинного исследования, например, через оценку ставок, а не через опросы, поскольку есть данные, что российские предприниматели довольно пессимистичны, что может влиять на ответы.

Тем не менее, исследование является важным шагом для понимания зависимости оценки стоимости от макрофакторов, состояния институтов в стране, а также налоговой и денежно-кредитной политики. Я рекомендую его всем, кто интересуется вопросами инвестиций и выбора портфеля активов, а также связи макроэкономической среды и финансовых рынков.

Анализ этих результатов показывает:

- Как развивающиеся рынки-лидеры, так и развитые рынки демонстрируют более высокий уровень макроэкономических показателей. В частности, уровень экономического роста выше (для развивающихся рынков – существенно), а инфляция – ниже. При этом уровень волатильности обменного курса за пять лет для развивающихся рынков-лидеров в среднем в полтора раза ниже уровня развитых рынков и в шесть раз ниже российского уровня. Это, естественно, повышает привлекательность этих рынков для потенциальных инвесторов.
- Показатели восприятия безопасности инвестиций в частные компании развивающихся рынков-лидеров, хотя и ниже уровня развитых рынков, довольно близки к ним, находясь на уровне примерно 80% от уровня последних. Значения российских показателей в этой части существенно хуже, находясь на уровне 10-30% от уровня развитых стран.
- Показатели доступности капитала в России существенно ниже уровня как развивающихся рынков-лидеров, так и развитых рынков. В частности, количество компаний на миллион долларов ВВП в России практически в десять раз ниже уровня развивающихся рынков-лидеров.

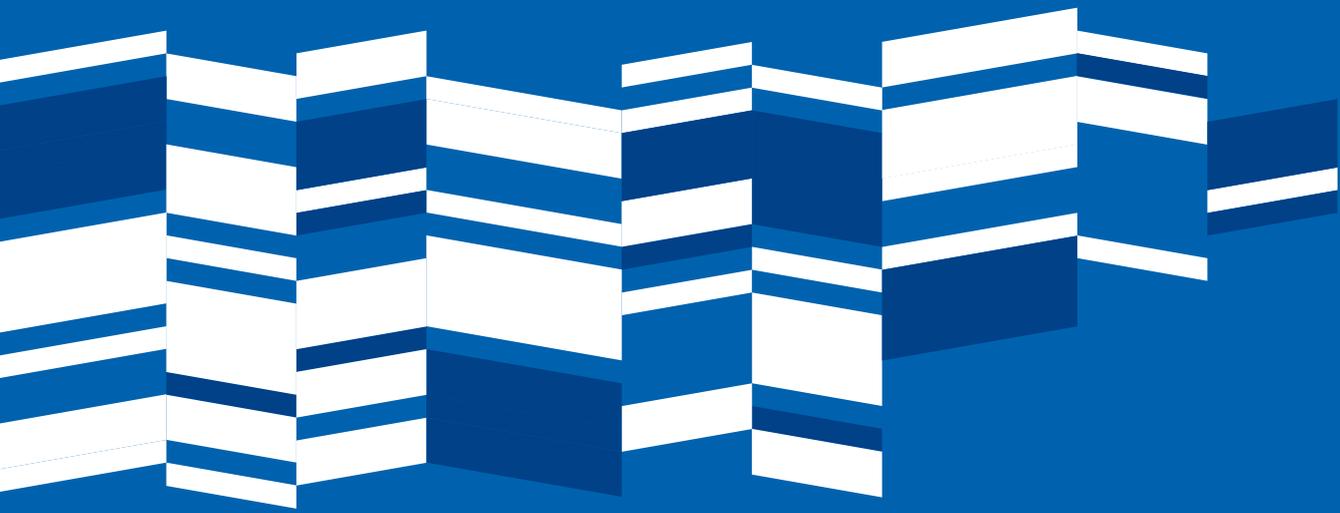
- В части налоговой нагрузки основное отличие от развивающихся рынков-лидеров – гораздо более высокий уровень налоговой нагрузки на фонд оплаты труда для работодателей. Если в России он составил 36,4%, то на развивающихся рынках-лидерах был в 2,5 раза ниже – на уровне 14,1%, а в развитых странах – в 1,5 раза ниже, на уровне 23,5%.

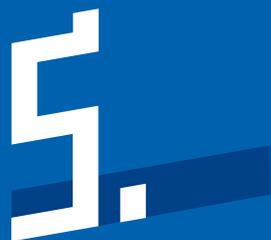
Другими словами, получается, существенная разница в мультипликаторах оценки российских компаний по сравнению с индонезийскими или филиппинскими в немалой степени вызвана разницей в фундаментальных факторах, учитываемых финансовыми инвесторами при оценке бизнеса.

Вместе с тем, хорошая новость – в том, что у России есть большие возможности по улучшению инвестиционного климата, как минимум в части восприятия безопасности инвестиций в частные компании и повышения доступности финансирования.

Рассмотрим подробнее возможные рекомендации по улучшению инвестиционного климата в области регулятивной политики и рекомендации компаниям по работе с инвесторами в сложившихся текущих условиях на базе озвученных нами выше результатов анализа.







РЕКОМЕНДАЦИИ

1

2

3

4

5

Рекомендации в области институциональной и государственной политики

Как мы отметили выше, улучшение макроэкономической ситуации может способствовать снижению «российского дисконта» в оценке стоимости компаний. Россия пока отстаёт от лидеров как в части темпов роста ВВП, так и уровня инфляции и волатильности обменного курса. Вместе с тем, результаты показывают, что само по себе улучшение макроэкономической ситуации явно недостаточно для того, чтобы этот «российский дисконт» существенно сократить.

Усилия в каких направлениях, помимо улучшения макроэкономического фона, будут способствовать сокращению этого «российского дисконта»? Мы считаем, что полученные данные позволяют говорить как минимум о нескольких перспективных точках приложения усилий.

Успешная реализация этих мер, по нашему мнению, позволила бы сократить «российский дисконт» как минимум вдвое, тем самым удвоив капитализацию российского фондового рынка. Пример других стран говорит, что это вполне посильная задача – причём пример не только развитых стран, на которые у нас традиционно ориентируются при разработке планов реформ, но и стран-лидеров в этой области среди развивающихся, таких как Индия, Индонезия и Малайзия.

Кроме вероятного повышения капитализации российских компаний, мы ожида-

ем, что успешная реализация этих мер также будет способствовать экономическому росту: ведь описанные проблемы хорошо вписываются в две из трех групп основных препятствий для экономического роста, перечисленных в модели экономического роста Хаусмана-Родрика-Веласко. Это препятствия для реализуемости выгод из экономической деятельности (low appropriability) и препятствия в силу высокой себестоимости получения финансирования (high cost of finance). Исправив изъяны в этих областях, можно рассчитывать на более высокий и устойчивый экономический рост.

УЛУЧШЕНИЕ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА И ПРАВОПРИМЕНИТЕЛЬНОЙ ПРАКТИКИ В ЧАСТИ ЗАЩИТЫ ПРАВ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ И ОТВЕТСТВЕННОСТИ ДИРЕКТОРОВ

Специалисты Всемирного банка оценивают российское регулирование ответственности директоров и конфликта интересов (если судить по тем двум индикаторам, которые мы включили в расчёт Индекса) в среднем в 3,5 балла по десятибалльной шкале. Это существенно ниже среднемирового результата в 6 баллов из 10-ти.

Хотя некоторые представители российского регулятора считают такую оценку качества российского регулирования в данной области необоснованно заниженной, многие практикующие инвесторы склонны согласиться с низкой оценкой российского законодательства и правоприменительной практики со стороны Всемирного банка.

Среди областей, которые целесообразно совершенствовать, на наш взгляд, стоит упомянуть:

- Введение ограничений на голосование квази-казначейскими акциями, которое даёт менеджменту возможности необоснованного влияния на

17 Hausmann, Rodrik, Velasco (2005): Hausmann, Ricardo, Dani Rodrik, and Andrés Velasco, 2005, "Growth Diagnostics," John F. Kennedy School of Government, Harvard University (Cambridge, Massachusetts). См. также: «Поставить верный диагноз: новый подход к экономической реформе»: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/rus/2006/03/pdf/hausmann.pdf>

решения компаний потенциально в ущерб миноритарным акционерам.

- Расширение права доступа акционеров, владеющих не менее 10% акций ко всем документам, необходимым как для принятия инвестиционных решений, так и для обращения в суд, особенно учитывая отсутствие в российском законодательстве режима истребования документов, аналогичного процедуре «discovery» в англо-саксонском праве.
- Расширение права доступа акционеров на информацию не только о компании, в которой они владеют долей, но и на «дочки» такой компании; в рамках текущего законодательства и в отсутствие законодательных требований о составлении консолидированной отчётности, получить информацию о деятельности дочерних компаний крайне проблематично.
- Ужесточение степени ответственности, включая потенциальную дисквалификацию, лиц, действия которых принесли убытки компании и её акционерам.

ПОВЫШЕНИЕ ДОЛИ ПРИБЫЛИ, НАПРАВЛЯЕМОЙ НА ДИВИДЕНДЫ

Следующая рекомендация – стимулировать повышение доли прибыли, направляемой российскими компаниями на дивиденды.

На первый взгляд, эта рекомендация кажется нелогичной: ведь в результате выплаты дивидендов количество ресурсов, находящихся в распоряжении компании, падает.

Но если посмотреть на ситуацию не с точки зрения ресурсов компании, а через призму интересов потенциального инвестора, то всё сразу встаёт на свои места: ведь инвестора интересует, прежде всего, отдача на вложенный капитал; и чем быстрее и предсказуемее эта отдача – в виде дивидендов – тем больше, при прочих равных, разумный инвестор будет готов платить за такую компанию.

Кроме того, необходимость платить разумные дивиденды снижает возможности менеджмента по неэффективному использованию прибыли на инвестиционные проекты и сделки с сомнительной отдачей на вложенный капитал, тем самым повышая уверенность инвесторов в получении возврата на вложенные в компанию средства.

Как мы отметили выше, российские компании по мировым меркам платят очень низкие дивиденды, направляя на выплату дивидендов только около трети своей прибыли. В среднем по миру коэффициент дивидендных выплат составляет около 50%, а для развитых рынков – более 60%. При этом необходимо учитывать (как мы отмечаем в следующем пункте), что для развитых рынков эта доля не включает инвестиции компаний на обратный выкуп акций, распространенного там и пока еще довольно редкого в России, в результате чего реальный доход акционеров еще больше.

Это особенно важно на фоне низких значений других показателей Индекса стоимости бизнеса, отражающих восприятие инвесторами уровня риска в российские компании, которые не могут компенсировать низкий уровень дивидендов, как это происходит в некоторых других странах.

В этом контексте инициативу правительства, направленную на обеспечение государственными компаниями распределения не менее 50% чистой прибыли, рассчитанной по стандартам по МСФО (принятым среди инвестиционного сообщества) можно только приветствовать.

Но мы призываем в этой части не ограничиваться государственными компаниями, а стимулировать и частные компании повышать долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, и, кроме того, рассчитывать размер дивидендных выплат на основе консолидированной отчётности по МСФО. Одним из вариантов реализации этой инициативы могли бы стать соответствующие рекомендации Московской Биржи.

Необходимо отметить, что увеличение дивидендов не обязательно приведёт к оттоку средств с российского рынка: у многих международных инвестиционных фондов стандартной практикой является реинвестирование дивидендов на тех же рынках, где эти дивиденды были получены. Кроме того, повышение привлекательности российских акций в результате повышения дивидендов будет способствовать привлечению новых инвесторов на российский рынок.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЕ ЗАКРЕПЛЕНИЕ ВОЗМОЖНОСТИ ОБРАТНОГО ВЫКУПА АКЦИЙ С ПОСЛЕДУЮЩИМ ПОГАШЕНИЕМ ПО ИНИЦИАТИВЕ КОМПАНИЙ

В развитие темы выплаты дивидендов нельзя не отметить, что в современных условиях дивиденды – это только одна из возможных форм возврата вложенного капитала инвесторам, не всегда оптимальная для инвестора, как минимум, с точки зрения налогообложения.

Другим инструментом возврата средств инвесторам, распространённым на ведущих финансовых рынках мира, является выкуп акций с последующим погашением по инициативе компаний. Как правило, эффект от такого выкупа на доход инвестора сравним с эффектом выплаты дивидендов в силу того, что и в том, и в другом случае происходит перераспределение средств от компании к акционерам: в первом случае – в виде непосредственной выплаты денежных средств, во втором – за счёт увеличения размера активов, приходящихся на одну акцию.

К сожалению, действующее российское законодательство рассматривает дивиденды в качестве основного механизма выплаты дохода и возврата капитала акционерам публичных акционерных обществ. Возможности по выкупу акций с последующим

погашением по инициативе компании (share buy-back или «обратный выкуп акций») на данный момент серьёзно ограничены с процедурной точки зрения, в частности законодательством об акционерных обществах предусмотрена необходимость определения цены выкупа заранее¹⁸, что проблематично сделать в условиях ликвидного фондового рынка, где цена может существенно меняться в течение дня, не говоря о более продолжительных периодах времени.

На развитых финансовых рынках механизм обратного выкупа акций, в силу своей большей гибкости, уже давно сравнился по значимости с выплатой дивидендов, способствуя повышению инвестиционной привлекательности соответствующих стран.

Поэтому мы считаем целесообразным с целью повышения комфорта инвесторов и расширения возможностей и практического инструментария, доступных менеджменту и совету директоров по возврату капитала акционерам, законодательно закрепить возможность такого обратного выкупа акций с последующим погашением по инициативе компании, сняв или существенно упростив заложенные в текущем законодательстве ограничения.

УЛУЧШЕНИЕ БУХГАЛТЕРСКИХ И АУДИТОРСКИХ СТАНДАРТОВ

Возможности инвестора по получению дивидендов из чистой прибыли компании зависят от качества финансовой отчётности и бухгалтерских стандартов, на базе которых рассчитывается чистая прибыль компании.

Российское законодательство обязывает применять международно признанные стандарты финансовой отчётности – МСФО – только несколько сотен компаний: прежде всего, компаний, котирующихся на Московской Бирже, а также компаний фи-

¹⁸ Закон от 26.12.1995 № 228-ФЗ

нансового сектора (банков, страховых компаний и негосударственных пенсионных фондов). Небольшая часть компаний также составляет отчётность по МСФО в инициативном порядке.

Но даже для этого небольшого количества компаний ценность отчётности МСФО для инвестора сильно ограничена тем фактом, что у него нет возможности заставить менеджмент распределять прибыль по МСФО, так как по российскому законодательству на дивиденды может быть направлена только прибыль конкретного юридического лица (а не группы компаний в целом), рассчитанная на базе российских стандартов бухгалтерского учёта.

При этом российские стандарты бухгалтерского учёта и отчетности, невзирая на попытки его сближения с международной практикой, по-прежнему сильно уступают МСФО: как в части информативности для инвестора, так и отсутствием требования о составлении консолидированной отчётности.

Неудивительно, что в такой ситуации бизнес-пользователи оценивают качество российских бухгалтерских и аудиторских стандартов как одни из наименее полезных среди проанализированных тридцати крупнейших стран.

Выходом из этой ситуации видится полный переход на МСФО, включая стандарты по раскрытию нефинансовой информации. Широкое внедрение МСФО и предоставление информации текущим и потенциальным инвесторам также в перспективе снимет остроту конфликтов между миноритарными акционерами и менеджментом многих российских компаний, регулярно возникающих вокруг доступа к информации об их хозяйственных операциях.

Кроме того, массовое распространение МСФО с большой вероятностью снизит себестоимость подготовки такой отчётности, что, в свою очередь, снизит барьеры для выхода новых компаний на биржу.

ОБЩЕЕ ПОВЫШЕНИЕ ЭФФЕКТИВНОСТИ ПРАВОВОЙ И СУДЕБНОЙ СИСТЕМЫ

Как мы отметили выше, оценка российскими бизнес-пользователями российской системы правосудия оказалась одной из худших среди крупнейших экономик мира; хуже результаты показали только две страны из тридцати крупнейших экономик мира.

Несомненно, российская правовая система эволюционирует: в гражданское и корпоративное законодательство вводятся новые прогрессивные элементы; совершенствуется судебная система. Вместе с тем, у бизнес-сообщества традиционно вызывают вопросы многочисленные прецеденты, носящие признаки избирательности правоприменения, неустойчивости судебной практики, недостаточное вовлечение в судебный корпус людей с академическим и бизнес-прошлым и т.п.

Проблема повышения эффективности правовой и судебной системы и разворот её в сторону интересов делового оборота в стране и укрепления института частной собственности требует отдельного глубокого изучения. Вместе с тем, данные многих других стран, в том числе развивающихся – таких, например, как Индия и Малайзия – в которых бизнес-сообщество оценивает качество правовой и системы существенно выше российской, показывает, что значимый прогресс в этой области вполне возможен.

СНИЖЕНИЕ УРОВНЯ СОЦИАЛЬНЫХ ВЗНОСОВ, УПЛАЧИВАЕМЫХ РАБОТОДАТЕЛЕМ

В России на данный момент одна из самых высоких в мире налоговых нагрузок на фонд оплаты труда: в большинстве стран мира эта нагрузка находится на уровне 20-25% от фонда оплаты труда, то есть примерно в полтора раза ниже, чем в России.

Хотя среди экономистов встречается мнение, что перенос налоговых или страховых расходов с бизнеса на работников не обязательно даёт ту экономию, на ко-

торую рассчитывает бизнес в силу вероятного сопоставимого роста зарплаты, инвесторы позитивно оценивают более низкую нагрузку на фонд оплаты труда для работодателя.

Снижение ставки страховых взносов, уплачиваемых работодателем (с возможным потенциальным перенесением части таких налоговых или страховых расходов непосредственно на самих работников), по нашему мнению, может способствовать улучшению инвестиционного климата и повышению уровня экономической активности.

Что могут российские компании сделать для повышения своей капитализации на базе результатов исследования

Задача повышения капитализации (или рыночной стоимости) компании – как правило, одна из главных задач как руководства компании, так и её совета директоров. Ведь если ожидаемая рыночная стоимость компании в будущем меньше, чем она есть сейчас, то возникают естественные сомнения в ценности усилий и тех, и других.

Как мы отмечали выше, базовые принципы оценки компаний ориентируют нас, что у руководства компании и совета директоров есть, как минимум, три возможных рычага для воздействия на мультипликатор оценки компаний:

- Повысить темпы роста выручки и прибыли.

- Повысить долю прибыли, направляемую на выплату дивидендов, и увеличить её предсказуемость
- Снизить восприятие инвесторами рисков, связанных с деятельностью компании

С учётом этого, можно рекомендовать компаниям, заинтересованным в повышении собственной капитализации (то есть потенциальной цены, которую за неё готовы отдать финансовые инвесторы) следующие шаги.

ПОДДЕРЖАНИЕ ВЫСОКИХ ТЕМПОВ РОСТА

Одним из главных факторов увеличения и поддержания высокого уровня капитализации компании является поддержание высоких темпов роста выручки и прибыли компании.

По нашему опыту, одним из распространённых препятствий для многих российских компаний в этой области является отсутствие системного подхода к выработке и реализации стратегии, разработке новой продукции и выводу её на рынок, управлению продажами и к финансовому менеджменту.

Выгоды от системного подхода к управлению подтверждаются анализом, проведённым несколько лет назад в работе Building Sustainable High-Growth Startup Companies: Management Systems as an Accelerator («Создание устойчивых, быстрорастущих стартап-компаний: управление системами как акселератор»)¹⁹, получившей в 2011 г. специальный приз от консультационной компании Accenture. В работе авторы предложили рассмотреть систему управления компанией как сумму конкретных управленческих «технологий» (инструментов или управленческих подсистем), таких как «наличие бюджета» или «наличие

19 Davila, Antonio & Foster, George & Jia, Ning. (2010). Building Sustainable High-Growth Start-Up Companies: Management Systems as an Accelerator. California Management Review. 52. 79-105

плана продаж у продавцов», выделив 46 типовых управленческих технологий в восьми ключевых категориях. Анализ показал, что более активное внедрение управленческих технологий привело к существенно более быстрому росту: за 5 лет активные «внедренцы» выросли в три раза больше, чем неактивные.

КОНСОЛИДАЦИЯ И ПРОЗРАЧНОСТЬ ВЛАДЕНИЯ

Непрозрачная или расплывчатая структура владения увеличивает риски и усложняет для потенциального инвестора доступ к прибыли. Наличие четкой и прозрачной структуры владения и консолидация всех денежных потоков и прибыли внутри такой структуры повышает уверенность потенциального инвестора в получении отдачи на инвестиции, тем самым повышая оценку будущих денежных потоков, а с тем – и оценку компании.

КАЧЕСТВЕННАЯ ОТЧЕТНОСТЬ И ИНФОРМАЦИОННАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ

Отсутствие качественной информации, прежде всего, финансовой, повышает для инвестора уровень неопределенности. Это влечет за собой рост премии за риск и, как следствие, снижает мультипликатор.

Налаживание работы финансового департамента, способного говорить на одном языке с инвесторами и предоставление инвестору прозрачной, понятной и полной информации снижает уровень неопределенности и риска, способствуя росту потенциальной стоимости компании.

ВНЕДРЕНИЕ ЭЛЕМЕНТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Хотя полноценное внедрение корпоративного управления несет для компании определенные затраты и может снижать скорость реакции на рыночные изменения для компаний небольшого размера, внедрение элементов корпоративного управления (наличие совета директоров, наличие профинансовых комитетов и т.п.) повышает

уверенность потенциальных инвесторов в устойчивости компании: что компания не развалится в связи с отходом основателя или ключевых руководителей от дел.

Доступ к более широкой профессиональной экспертизе через привлечение независимых директоров или использование консультативного или экспертного совета также повышает уверенность инвесторов в том, что решения компании будут более взвешенными и с меньшей вероятностью будут направлены на удовлетворение амбиций основного акционера в ущерб интересам миноритарных акционеров.

ПРОЗРАЧНАЯ И ПРЕДСКАЗУЕМАЯ ПРОЦЕДУРА РАСПРЕДЕЛЕНИЯ ПРИБЫЛИ И ИНВЕСТИЦИЙ

Как мы отмечали выше, в общем виде, высокая доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов, способствует повышению рыночной цены компании, так как снижает уровень неопределенности для инвестора, а также снижает возможности по непроизводительному расходованию заработанной прибыли.

Кроме того, наличие грамотного процесса одобрения потенциальных инвестиционных проектов, направленного на обеспечение новыми проектами требуемого уровня доходности, повышает уверенность инвесторов в том, что инвестиционные проекты компании принесут прибыль, достаточную, чтобы покрыть стоимость привлеченного финансирования, а также повышает вероятность получения высокой прибыли в будущем.

ПРИСУТВИЕ НА ФИНАНСОВОМ РЫНКЕ

Присутствие компании на финансовых рынках (листинг на бирже, выпуск облигаций) способствует снижению восприятия рисков инвестирования в компании.

Во-первых, выполнение требований по раскрытию информации, как правило, предъявляемых эмитентам на финансовых рынках, автоматически повышает и

подтверждает уровень информационной открытости компании. Во-вторых, нередко такое внешнее давление служит хорошим стимулом для компаний продолжать совершенствовать внутренние процессы и повышать свою эффективность, что способствует росту прибыли и, следовательно, капитализации компании.

РАЗВИТАЯ ЮРИДИЧЕСКАЯ ФУНКЦИЯ

Как мы отмечали выше, российские бизнес-пользователи оценивают российскую систему правосудия довольно скептически на фоне систем правосудия в других странах.

Вместе с тем, российская правовая система даёт большое число возможностей по защите своих прав и использованию новых открывающихся возможностей. Наличие профессиональной юридической службы, способной отстаивать интересы компании, потенциально снижает восприятие инве-

сторами рисков, связанных с деятельностью компаний в российской бизнес-среде.

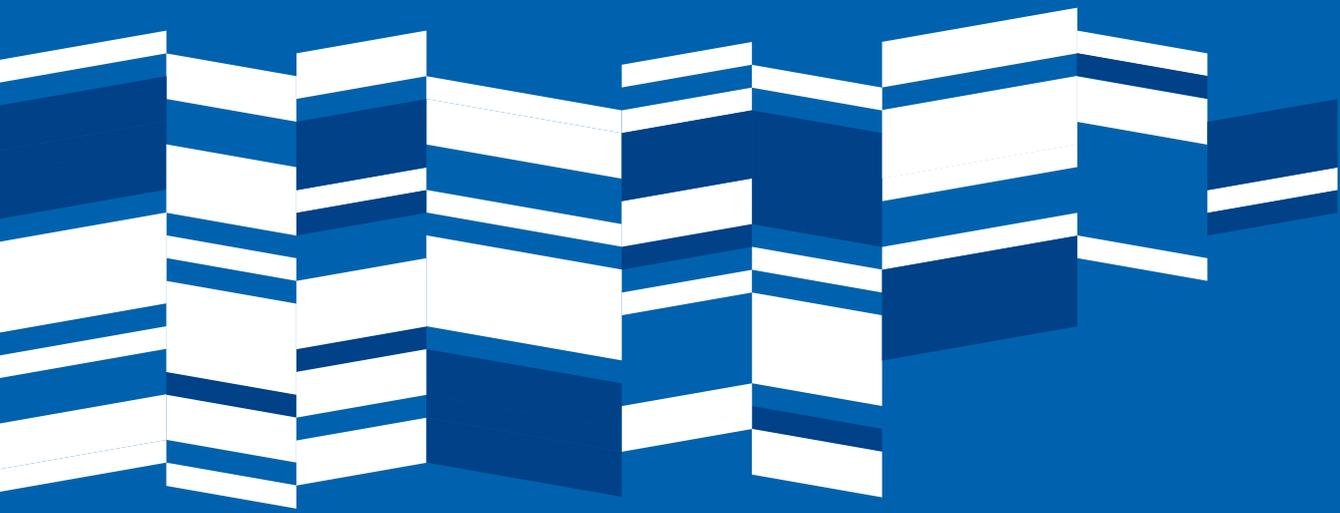
ИСПОЛЬЗОВАНИЕ НАЛОГОВЫХ ЛЬГОТ

Низкая эффективная ставка налога на прибыль, грамотное использование налоговых льгот и субсидий, предоставляемых государством, не только повышает текущую чистую прибыль в текущем периоде, но также способствует повышению оценки будущих денежных потоков при оценке будущей стоимости компании, что увеличивает капитализацию компании.

В этой части можно рекомендовать компаниям активно использовать возможности, предоставляемые российским налоговым законодательством, например, инвестиционные льготы или льготы на НИОКР.

Надеемся, что внедрение приведённых выше рекомендаций будет способствовать росту капитализации вашей компании.





ПРИЛОЖЕНИЕ 1. ДЕТАЛЬНЫЕ ДАННЫЕ ПО ЭЛЕМЕНТАМ ИНДЕКСА

Об источниках данных см. подробнее Приложение 2.

Категория А. Макроэкономические показатели

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	1. Средний темп прироста реального ВВП за три года		2. Средняя инфляция за три года		3. Волатильность обменного курса к доллару США		4. Разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	80,39	10	2,66%	40,91	1,72%	96,70	8,39%	85,46	0,12%	98,48
Аргентина	9,94	30	-0,67%	–	35,74%	–	34,77%	39,78	7,90%	–
Бразилия	54,43	27	-0,40%	3,28	4,32%	89,33	24,45%	57,65	2,57%	67,47
Великобритания	75,65	19	1,67%	28,77	2,17%	95,44	10,20%	82,33	0,31%	96,08
Германия	78,08	14	2,02%	33,08	1,65%	96,92	10,21%	82,31	0,00%	100,00
Египет	39,48	29	4,61%	64,96	19,15%	47,16	57,73%	–	4,28%	45,82
Индия	90,55	3	7,46%	100,00	3,61%	91,34	5,50%	90,48	1,55%	80,38
Индонезия	88,52	4	5,09%	70,83	3,25%	92,35	5,26%	90,88	0,00%	100,00
Испания	78,17	13	2,89%	43,81	1,29%	97,94	10,21%	82,31	0,90%	88,61
Италия	69,32	22	1,20%	22,97	0,89%	99,08	10,21%	82,31	2,14%	72,91
Канада	77,77	15	1,97%	32,46	1,77%	96,58	10,38%	82,03	0,00%	100,00
Китай	91,69	1	6,69%	90,45	1,93%	96,11	5,29%	90,83	0,84%	89,37
Колумбия	66,99	23	2,03%	33,20	4,35%	89,24	16,33%	71,71	2,07%	73,80
Малайзия	81,63	8	4,95%	69,05	1,80%	96,50	11,78%	79,60	1,47%	81,39
Мексика	69,83	20	2,33%	36,86	4,98%	87,45	10,99%	80,97	2,05%	74,05
Нигерия	45,80	28	0,36%	12,71	15,08%	58,73	20,18%	65,04	4,21%	46,71
Нидерланды	79,92	11	2,53%	39,37	1,27%	97,98	10,21%	82,31	0,00%	100,00
ОАЭ	78,88	12	1,82%	30,61	2,22%	95,29	0,01%	99,98	0,82%	89,62
Пакистан	69,74	21	5,05%	70,38	4,11%	89,92	11,95%	79,30	4,79%	39,37
Польша	81,67	7	4,32%	61,34	1,33%	97,82	12,97%	77,53	0,79%	90,00
Российская Федерация	58,51	26	1,42%	25,74	4,05%	90,10	34,43%	40,37	1,75%	77,85
Саудовская Аравия	76,24	17	1,04%	21,02	0,83%	99,24	0,06%	99,90	1,20%	84,81
США	82,77	6	2,21%	35,44	2,10%	95,62	0,00%	100,00	0,00%	100,00
Таиланд	84,19	5	3,84%	55,40	0,75%	99,47	6,51%	88,73	0,54%	93,16
Турция	63,36	24	4,38%	62,03	13,48%	63,29	13,07%	77,36	3,89%	50,76
Филиппины	90,65	2	6,59%	89,24	3,42%	91,89	2,36%	95,91	1,14%	85,57
Франция	76,06	18	1,62%	28,11	1,35%	97,75	10,21%	82,31	0,31%	96,08
Южная Африка	59,69	25	0,87%	18,88	5,45%	86,11	19,10%	66,92	2,62%	66,84
Южная Корея	81,04	9	2,89%	43,73	1,36%	97,75	7,50%	87,00	0,34%	95,70
Япония	76,96	16	1,11%	21,94	0,56%	100,00	7,11%	87,68	0,14%	98,23
Среднее значение	71,93		2,82%	42,89	4,87%	87,77	12,91%	77,63	1,62%	79,43
Среднее значение по странам БРИКС	70,97		3,21%	47,67	3,87%	90,60	17,75%	69,25	1,87%	76,38
Среднее значение по развивающимся рынкам	69,14		3,23%	47,99	6,56%	82,95	15,01%	74,00	2,24%	71,63
Среднее значение по развитым рынкам	77,51		1,99%	32,69	1,48%	97,40	8,72%	84,90	0,39%	95,04

Категория В. Восприятие безопасности инвестиций

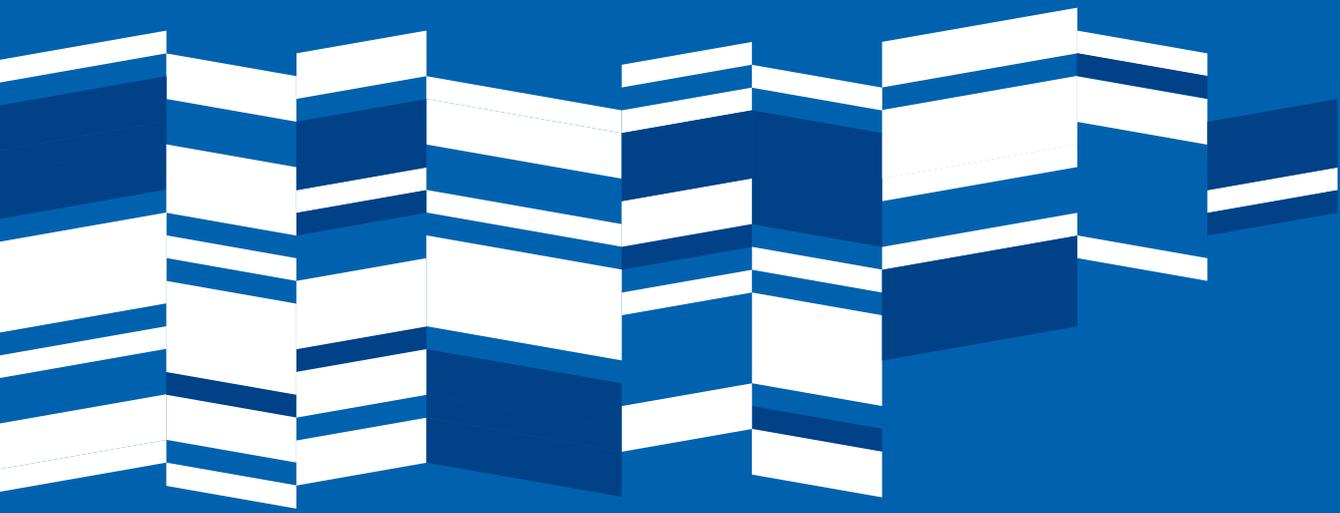
Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	5. Восприятие качества применяемых в стране бухгалтерских и аудиторских стандартов		6. Регулирование ответственности директоров и конфликта интересов		7. Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды		8. Эффективность защиты прав собственности		9. Эффективность обжалования решений государственных органов		10. Эффективность судебного решения коммерческих споров	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	66,99	9	6,01	89,37	4,00	14,53	80,6%	76,56	5,99	92,94	4,19	58,80	4,73	69,75
Аргентина	8,55	30	4,09	9,09	3,50	5,98	12,8%	–	3,69	–	2,82	18,39	2,74	17,82
Бразилия	30,31	23	4,69	34,39	6,85	63,25	49,4%	41,40	4,04	14,17	2,65	13,24	2,65	15,39
Великобритания	87,10	1	5,82	81,47	7,65	76,92	101,3%	100,00	6,17	100,00	4,86	78,60	5,34	85,61
Германия	64,05	10	5,48	67,19	5,00	31,62	49,7%	41,66	5,54	74,54	5,17	87,63	5,18	81,66
Египет	30,87	21	4,66	33,27	3,85	11,97	24,6%	13,31	4,63	37,76	3,72	44,84	3,75	44,08
Индия	51,26	12	4,74	36,31	7,15	68,38	35,0%	25,14	4,81	45,28	4,51	68,16	4,52	64,26
Индонезия	43,85	15	4,74	36,40	5,35	37,61	47,3%	38,97	4,77	43,53	3,99	52,82	4,12	53,79
Испания	41,10	17	5,16	53,73	6,15	51,28	57,4%	50,38	4,48	31,77	2,96	22,42	3,48	37,03
Италия	24,79	26	4,49	26,12	4,85	29,06	71,9%	66,78	4,35	26,76	2,20	–	2,06	–
Канада	80,39	3	6,23	98,46	8,85	97,44	65,6%	59,61	6,05	95,36	4,28	61,37	4,74	70,11
Китай	34,06	20	4,55	28,35	3,15	–	40,1%	30,80	4,58	35,71	4,09	55,82	4,12	53,71
Колумбия	30,54	22	4,78	38,28	7,50	74,36	36,9%	27,21	4,02	13,24	2,63	12,76	2,73	17,41
Малайзия	76,76	4	5,63	73,56	9,00	100,00	58,7%	51,90	5,60	76,90	4,76	75,66	5,22	82,57
Мексика	35,49	18	4,97	46,13	5,50	40,17	75,0%	70,31	4,09	15,91	2,89	20,34	2,83	20,10
Нигерия	28,42	24	4,54	28,07	7,00	65,81	52,1%	44,37	3,72	1,08	2,51	9,26	2,90	21,94
Нидерланды	73,28	5	6,26	100,00	4,35	20,51	57,7%	50,74	6,06	95,54	5,06	84,40	5,45	88,49
ОАЭ	70,72	6	5,21	56,02	8,35	88,89	55,9%	48,64	5,47	71,59	4,71	74,18	5,31	84,99
Пакистан	34,40	19	3,87	–	6,65	59,83	54,9%	47,61	3,87	7,24	3,78	46,59	3,79	45,11
Польша	20,67	28	4,67	33,30	4,00	14,53	43,7%	34,96	3,95	10,44	2,44	6,98	2,97	23,80
Российская Федерация	19,35	29	4,30	17,99	3,50	5,98	34,0%	23,93	3,73	1,51	3,16	28,42	3,53	38,26
Саудовская Аравия	67,40	8	5,33	61,13	8,15	85,47	64,0%	57,80	5,33	66,31	4,19	58,71	4,93	74,95
США	83,48	2	5,87	83,43	8,45	90,60	50,4%	42,53	5,78	84,34	5,59	100,00	5,89	100,00
Таиланд	44,94	13	4,93	44,39	7,65	76,92	50,5%	42,65	4,22	21,24	3,28	31,81	4,07	52,60
Турция	23,29	27	4,24	15,56	5,85	46,15	31,5%	21,17	3,96	10,84	2,68	14,02	3,29	32,00
Филиппины	28,29	25	5,14	53,29	3,50	5,98	35,0%	25,08	4,43	29,86	3,22	29,99	3,04	25,55
Франция	57,92	11	5,74	78,21	4,35	20,51	58,7%	51,82	5,63	78,40	4,03	53,87	4,54	64,73
Южная Африка	44,03	14	4,87	42,02	8,00	82,91	42,3%	33,31	3,95	10,51	3,54	39,51	4,20	55,94
Южная Корея	43,11	16	4,94	44,66	6,65	59,83	19,2%	7,22	5,11	57,34	3,48	37,74	4,04	51,85
Япония	68,79	7	5,83	81,84	6,50	57,26	31,6%	21,19	6,03	94,25	4,65	72,24	5,35	85,97
Среднее значение	47,14		5,06	49,73	6,04	49,46	49,59%	41,57	4,80	44,81	3,73	45,29	4,05	51,98
Среднее значение по странам БРИКС	35,80		4,63	31,81	5,73	44,10	40,16%	30,92	4,22	21,43	3,59	41,03	3,80	45,51
Среднее значение по развивающимся рынкам	38,32		4,75	36,61	6,06	49,70	43,15%	34,29	4,40	28,52	3,45	36,96	3,74	43,81
Среднее значение по развитым рынкам	64,79		5,69	75,98	6,02	48,97	62,49%	56,13	5,61	77,39	4,30	61,93	4,67	68,33

Категория С. Доступность капитала

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	11. Доступность финансирования для МСБ		12. Доступность венчурного финансирования		13. Количество компаний на бирже на миллион долларов ВВП		14. Уровень нетарифных барьеров	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	61,22	4	4,70	64,52	3,60	48,72	1 098,52	39,59	5,15	92,08
Аргентина	11,68	29	2,80	3,23	2,40	17,95	137,04	1,73	3,87	23,80
Бразилия	10,08	30	3,30	19,35	2,50	20,51	104,91	0,47	3,43	–
Великобритания	59,53	6	4,60	61,29	4,40	69,23	452,87	14,17	5,17	93,44
Германия	65,04	3	5,30	83,87	5,00	84,62	156,23	2,49	5,09	89,20
Египет	32,09	21	3,60	29,03	2,80	28,21	769,36	26,63	4,26	44,49
Индия	60,32	5	4,80	67,74	4,30	66,67	1 314,07	48,07	4,53	58,79
Индонезия	45,47	13	4,60	61,29	3,80	53,85	549,66	17,98	4,34	48,78
Испания	41,24	17	4,00	41,94	3,50	46,15	122,03	1,14	4,84	75,74
Италия	24,68	25	3,00	9,68	2,30	15,38	162,63	2,74	4,75	70,92
Канада	57,63	9	4,60	61,29	3,70	51,28	1 603,96	59,49	4,52	58,47
Китай	47,47	12	4,40	54,84	4,40	69,23	326,98	9,21	4,49	56,62
Колумбия	21,90	26	3,70	32,26	2,90	30,77	93,06	–	3,89	24,57
Малайзия	86,76	1	5,20	80,65	4,70	76,92	2 633,00	100,00	5,10	89,47
Мексика	32,00	23	3,60	29,03	3,20	38,46	93,19	0,00	4,56	60,52
Нигерия	17,45	28	2,70	–	1,70	–	304,58	8,33	4,58	61,47
Нидерланды	57,05	10	4,70	64,52	4,10	61,54	147,88	2,16	5,30	100,00
ОАЭ	59,16	7	4,70	64,52	4,40	69,23	223,72	5,14	5,25	97,74
Пакистан	41,09	18	3,80	35,48	3,80	53,85	1 266,92	46,22	3,97	28,83
Польша	39,97	19	3,90	38,71	2,70	25,64	1 174,03	42,56	4,42	52,96
Российская Федерация	18,38	27	3,30	19,35	2,70	25,64	115,90	0,90	3,94	27,63
Саудовская Аравия	41,68	16	4,20	48,39	3,80	53,85	244,09	5,95	4,52	58,53
США	77,45	2	5,80	100,00	5,60	100,00	351,76	10,19	5,29	99,61
Таиланд	54,05	11	4,50	58,06	3,60	48,72	1 481,82	54,68	4,45	54,73
Турция	32,04	22	3,70	32,26	2,70	25,64	519,29	16,78	4,43	53,49
Филиппины	42,86	15	4,00	41,94	3,30	41,03	725,41	24,90	4,62	63,57
Франция	34,14	20	3,90	38,71	3,70	51,28	239,62	5,77	4,19	40,82
Южная Африка	26,44	24	3,70	32,26	2,00	7,69	757,87	26,17	4,17	39,63
Южная Корея	45,46	14	4,00	41,94	3,20	38,46	1 340,60	49,12	4,40	52,32
Япония	58,04	8	4,80	67,74	4,10	61,54	764,49	26,43	4,86	76,45
<i>Среднее значение</i>	43,41		4,13	46,13	3,49	46,07	642,52	21,63	4,55	59,82
Среднее значение по странам БРИКС	32,54		3,90	38,71	3,18	37,95	523,95	16,96	4,11	36,53
Среднее значение по развивающимся рынкам	38,32		3,93	39,52	3,25	39,62	708,78	24,24	4,36	49,90
Среднее значение по развитым рынкам	53,60		4,54	59,35	4,00	58,97	510,00	16,42	4,92	79,67

Категория D. Налоговая нагрузка

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	15. Средняя фактическая ставка налога на прибыль у публичных компаний		16. Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	69,95	7	7,87%	77,32	21,1%	62,58
Аргентина	34,23	26	21,51%	23,82	29,3%	44,64
Бразилия	37,37	23	14,27%	52,21	39,4%	22,54
Великобритания	76,10	6	10,48%	67,09	10,8%	85,12
Германия	54,64	18	15,46%	47,56	21,5%	61,71
Египет	42,57	20	17,54%	39,40	28,8%	45,73
Индия	51,64	19	17,66%	38,94	20,3%	64,33
Индонезия	60,44	13	18,02%	37,50	11,6%	83,37
Испания	40,57	22	14,71%	50,50	35,7%	30,63
Италия	31,98	28	19,59%	31,36	34,8%	32,60
Канада	86,98	2	3,93%	92,78	12,6%	81,18
Китай	27,76	29	15,83%	46,11	45,4%	9,41
Колумбия	41,23	21	23,91%	14,41	18,6%	68,05
Малайзия	58,01	15	16,58%	43,16	16,4%	72,87
Мексика	35,24	25	22,34%	20,59	26,9%	49,89
Нигерия	64,05	12	15,12%	48,89	13,5%	79,21
Нидерланды	57,09	17	15,10%	48,98	19,9%	65,21
ОАЭ	88,95	1	2,09%	100,00	14,1%	77,90
Пакистан	58,26	14	17,35%	40,15	14,8%	76,37
Польша	57,17	16	12,10%	60,74	25,2%	53,61
Российская Федерация	36,01	24	16,64%	42,92	36,4%	29,10
Саудовская Аравия	79,06	3	7,47%	78,90	13,5%	79,21
США	78,64	4	9,75%	69,97	9,8%	87,31
Таиланд	77,67	5	12,70%	58,40	5,4%	96,94
Турция	65,73	10	10,47%	67,13	20,3%	64,33
Филиппины	65,54	11	17,04%	41,36	8,7%	89,72
Франция	26,15	30	14,25%	52,30	49,7%	–
Южная Африка	67,48	8	18,67%	34,95	4,0%	100,00
Южная Корея	66,01	9	14,12%	52,80	13,5%	79,21
Япония	34,03	27	27,59%	–	18,6%	68,05
Среднее значение	55,69		15,0%	49,34	21,4%	62,03
Среднее значение по странам БРИКС	44,05		16,6%	43,03	29,1%	45,08
Среднее значение по развивающимся рынкам	55,72		15,6%	47,12	20,3%	64,32
Среднее значение по развитым рынкам	55,61		13,9%	53,79	23,5%	57,44



ПРИЛОЖЕНИЕ 2. МЕТОДОЛОГИЯ РАСЧЁТА ИНДЕКСА

Базовые принципы

Разработка методологии Индекса стоимости бизнеса базировалась на следующих принципах:

1. Индекс должен показывать относительное положение страны среди других стран, сравнимых по экономической значимости и мощи.

В качестве группы таких сравнимых стран были выбраны 30 крупнейших экономик мира по размеру ВВП по паритету покупательной способности (ППС) по данным Всемирного банка (World Bank) и Международного валютного фонда (International Monetary Fund)²⁰.

На анализируемые 30 стран приходится более 80% мирового ВВП по ППС.

2. Показатели Индекса рассчитываются по методике «передового рубежа» (Distance to Frontier или DTF), используемой как Всемирным банком (World Bank), так и Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) при расчёте своих межстрановых сравнительных индексов.

В рамках этой методики по каждому из отобранных для расчёта индекса показателей (компонентов индекса) определяется «передовой рубеж», представляющий собой наилучший результат (в зависимости от типа показателя – максимальный или минимальный) среди отобранных нами 30-ти стран. Индекс передового рубежа (ИПР) для конкретной страны показывает удаленность результатов этой страны от такого наилучшего результата. Соответствие передовому рубежу для страны измеряется по шкале от 0 до 100, где 0 – это наихудший результат, а 100 представляет собой наилучший наблюдаемый результат, то есть «предельный рубеж». Детальная формула представлена в подразделе «Расчёт индекса» ниже.

Использование этой методики, с одной стороны, позволяет оценить, насколько конкретная страна отстаёт от фактически достигнутых «лучших практик» в какой-то конкретной области, а, с другой стороны, показывает (на примере других стран), что эти «лучшие практики» достижимы и возможны.

3. При отборе показателей для участия в расчёте Индекса (компонентов Индекса) мы использовали следующие фильтры:
 - a. Показатель должен отражать в той или иной степени эмпирическую – то есть наблюдаемую – реальность²¹. Это могут быть как макроэкономические, финансовые и бухгалтерские данные, так и социологические данные (результаты опросов).
 - b. Используемый показатель должен иметь экономический смысл: разумный инвестор может учитывать данный индикатор – прямо или косвенно – при оценке компании или бизнеса.
 - c. Уровень конкретного показателя в разных странах должен коррелировать на диапазоне нескольких лет с одним или несколькими мультипликаторами оценки стоимости компаний²², складывающимися в отношении публичных, – то есть котируемых на фондовом рынке, – компаний данной страны.
 - d. Дополнительным плюсом являлось наличие независимых академических исследований, свидетельствующих о наличии связи выбранного индикатора с мультипликаторами, складывающимися на фондовом рынке.

²⁰ Мы исключили из расчёта Иран в силу того, что эта страна много десятилетий находилась под финансовыми и торговыми санкциями, а также в силу ограниченности данных по ней по части выбранных для расчёта Индекса показателей.

²¹ В этом одно из существенных отличий предлагаемого нами Индекса стоимости бизнеса от рейтинга Doing Business, который строится, прежде всего, на оценке качества регулирования, не всегда в полной мере учитывая реально складывающуюся практику правоприменения, на что его авторы специально обращают внимание.

²² Корреляция показателей проверялась по средним для конкретных стран значениям следующих мультипликаторов оценки стоимости компаний: мультипликатор акционерной стоимости к чистой прибыли (P/E), мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учёта амортизации до вычета расходов по выплате процентов и налогов (EBITDA) (EV/EBITDA), мультипликатор акционерной стоимости к показателю балансовой стоимости активов (P/BV) и мультипликатор стоимости бизнеса к показателю выручки (EV/S)

Показатели, отобранные для Индекса стоимости бизнеса 2019

С учётом указанных выше фильтров для расчёта Индекса 2019 года мы отобрали следующие 16 показателей, организованных в четыре категории²³.

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
А. Макроэкономические показатели		
<p><i>Почему влияет на оценку:</i> Высокие ожидаемые темпы роста ВВП приводят к росту величины ожидаемых будущих денежных потоков, повышая оценку стоимости компании, и наоборот. Высокий уровень инфляции и премии за риск повышает требования инвестора к доходности, тем самым, при прочих равных, снижая оценочную стоимость компании. Высокая волатильность обменного курса снижает предсказуемость окупаемости инвестиций, тем самым повышая риски для иностранных инвесторов, снижая сумму, которую они готовы заплатить за активы в конкретной стране.</p>		
1. Средний темп прироста реального ВВП за три года, %	<p>Средний показатель за 2016-2018 гг. согласно расчётам инвестиционной группы УСР и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.</p> <p>Источник первичных данных: <i>International Monetary Fund, World Economic Outlook (April 2019)</i></p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S²⁴ по данным 2015-2018 гг. составил от 0,19 до 0,46.</p> <p>Примеры исследований, поддерживающих использование показателя: <i>White (2000)</i>²⁵, <i>Shamsuddin, Hillier (2004)</i>²⁶</p>
2. Средняя инфляция за три года, %	<p>Средний показатель за 2016-2018 гг. или последний доступный год согласно расчётам Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.</p> <p>Источник первичных данных: <i>International Monetary Fund, World Economic Outlook (April 2019)</i></p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и P/BV по данным 2015-2018 гг. в большинстве лет превышал -0,19, в отдельные годы достигая уровня</p>
3. Волатильность обменного курса, %	<p>Среднеквадратическое отклонение изменения обменного курса к доллару США за год за период 5 лет (2014-2018) согласно расчётам Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.</p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами по данным 2017-2018 гг. составил от -0,14 до -0,47 (обратная зависимость).</p> <p>NB: Корреляция отклонения изменения обменного курса за период 3 года была меньше, чем у за выбранный нами период 5 лет.</p>
4. Разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США, %	<p>Показатель на конец 2018 г.</p> <p>Источник данных: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html.</p> <p>Для ОАЭ указан расчётный спред на базе кредитного рейтинга.</p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами P/E и EV/EBITDA по данным 2017-2018 гг. составил от -0,23 до -0,58 (обратная зависимость).</p>

²³ Любопытно, что многие показатели, от которых мы ожидали наличия корреляции с мультипликаторами такой корреляции не показали: например, подавляющее большинство индикаторов качества корпоративного управления и защиты миноритарных акционеров, уровня коррупции, доли налоговых изъятий в ВВП, уровня ВВП на душу населения и т.п.

²⁴ По многим показателям корреляция с мультипликатором P/E оказалась нестабильной, что может объясняться его зависимостью от соотношения заёмного и акционерного капитала, которое может значительно варьироваться как между компаниями, так и между странами, а также увеличивает волатильность чистой прибыли от года к году.

²⁵ White C.B. (2000). What P/E will the US Stock Market Support? *Financial Analysts Journal*, 56(6)

²⁶ Shamsuddin A.F, Hillier J.R. (2004). Fundamental Determinants of the Australian Price-Earnings Multiple. *Pacific Basin Finance Journal*, 12(5)

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
<p>В. Восприятие безопасности инвестиций в частные компании</p> <p><i>Почему влияет на оценку:</i> Слабые возможности по получению акционерами информации, низкое качество раскрываемой информации, наличие ограничений на возможность привлечения членов совета директоров к ответственности за принятие ошибочных решений повышают риски инвестирования в компании в такой среде. Слабые возможности инвестора по защите прав на свой актив также повышает риски для инвестора. Повышение рисков, в свою очередь, снижает стоимость, которую потенциальный инвестор готов заплатить за компанию в такой стране.</p>		
<p>5. Восприятие качества применяемых в стране бухгалтерских и аудиторских стандартов</p>	<p>Показатель «Strength of auditing and reporting standards» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько качественны (сильны) стандарты финансовой отчетности и аудита в вашей стране?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).</p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2018 гг. составил от 0,25 до 0,57.</p> <p>Пример исследований, поддерживающих использование показателя: <i>Williams, Park (2013)</i>²⁷</p>
<p>6. Регулирование ответственности директоров и конфликта интересов</p>	<p>Среднее арифметическое между значениями показателей «Степень ответственности директоров» (Extent of Directors Liability) и «Наличие регулирования конфликта интересов» (Extent of Conflict of interest regulations), рассчитываемые Всемирным банком в рамках проекта Doing Business. В Индексе 2019 г. использованы данные из отчёта Doing Business 2019.</p>	<p>Уровень корреляции интегрального показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2017-2018 гг. составил от 0,17 до 0,54.</p> <p>Эти два показателя продемонстрировали наибольшую корреляцию среди проанализированных нами десятков индикаторов качества корпоративного управления и защиты миноритарных акционеров.</p>
<p>7. Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды, %</p>	<p>Средний показатель за 2016-2018 гг. или за последний доступный год согласно расчётам инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления SKOLKOVO.</p> <p>Источник первичных данных: <i>Bloomberg</i></p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновым мультипликатором EV/EBITDA по данным 2015-2018 гг. составил от 0,13 до 0,27.</p> <p>Для целей расчёта индекса максимальное значение было принято равным 100%. Значение индекса для стран, в которых показатель превышал 100%, было принято равным 100.</p> <p>Пример исследований, поддерживающих использование показателя: <i>Deaves, Miu, White (2008)</i>²⁸</p>
<p>8. Эффективность защиты прав собственности</p>	<p>Показатель «Property rights» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Международным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько в вашей стране защищены права собственности на имущество, включая финансовые активы?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).</p>	<p>Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2018 гг. составил от 0,14 до 0,44.</p>

²⁷ Wilson W.T., Park S.H. (2013). *Money Left on the Table: Why Some Emerging Stock Markets Sell at a Discount*, Institute for Emerging Market Studies (IEMS) at Moscow School of Management SKOLKOVO, IEMS Emerging Market Brief, Vol. 13-10

²⁸ Deaves R., Miu P., White C. (2008). *Canadian Stock Market Multiples and Their Predictive Content*. *International Review of Economics and Finance*, 17(3)

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
9. Эффективность обжалования решений государственных органов	Показатель «Efficiency of legal framework in challenging regulations» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Международным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько в вашей стране легко и эффективно обжаловать действия государства через систему правосудия?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2018 гг. составил от 0,24 до 0,48.
10. Эффективность судебного решения коммерческих споров	Показатель «Efficiency of legal framework in settling disputes» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Международным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько в вашей стране эффективно регулируются коммерческие споры через систему правосудия?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2018 гг. составил от 0,26 до 0,47.
<p>С. Доступность капитала</p> <p><i>Почему влияет на оценку:</i> Лучшая доступность капитала позволяет компаниям эффективнее финансировать планы развития бизнеса, повышая оценку прогнозных денежных потоков, тем самым повышая оценку стоимости компаний. Наличие барьеров для ведения бизнеса снижает возможности для новых игроков, повышает риски, а также снижает возможности по расширению бизнеса, снижая оценку стоимости компании.</p>		
11. Доступность финансирования для МСБ	Показатель «Financing of SMEs» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Международным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько легким для компаний малого и среднего бизнеса в вашей стране является доступ к банковскому финансированию?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2017-2018 гг. составил от 0,26 до 0,46.
12. Доступность венчурного финансирования	Показатель «Venture capital availability» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Международным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько легко предпринимателям, запускающим новые инновационные и рискованные проекты в вашей стране, привлечь акционерный капитал от инвесторов?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2017-2018 гг. составил от 0,36 до 0,58.
13. Количество компаний на бирже на миллион долларов ВВП	Количества публичных компаний на конец 2018 г. Источник данных: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/countrystats.html .	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и EV/S по данным 2017-2018 гг. составил от 0,21 до 0,46.

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
14. Уровень нетарифных барьеров	Показатель «Prevalence of non-tariff barriers» из отчета The Global Competitiveness Report 2018, подготовленного Международным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «Насколько нетарифные барьеры (например, технические стандарты, стандарты в области охраны здоровья, упаковки и т.п.) ограничивают возможности для конкуренции на внутреннем рынке для импортных товаров в вашей стране?». Оценка респондентами давалась по семибалльной шкале (от 1 до 7).	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2017-2018 гг. составил от 0,19 до 0,35.
D. Налоговая нагрузка <i>Почему влияет на оценку:</i> Большая налоговая нагрузка на факторы производства, при прочих равных, снижает отдачу на капитал, снижая стоимость компании.		
15. Средняя фактическая ставка налога на прибыль у публичных компаний, %	Средний показатель за 2016-2018 гг. согласно расчётам инвестиционной группы УСП и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Источник первичных данных: http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/datafile/countrystats.html	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и EV/S по данным 2015-2018 гг. составил от -0,20 до -0,46 (обратная зависимость).
16. Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда, %	Показатель «Paying Taxes – Labor tax and contributions (% of commercial profit)» из отчета Doing Business 2019, подготовленного Всемирным Банком (World Bank)	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2018 гг. составил от -0,18 до -0,40 (обратная зависимость).

Расчёт индекса

По каждому из отобранных показателей для каждой из стран «индекс предельного рубежа» рассчитывается по следующим формулам:

- при прямой корреляции показателя и мультипликаторов оценки:

$$\left(\frac{\text{показатель конкретной страны} - \text{минимальное значение показателя среди тридцати стран}}{\text{максимальное значение показателя среди тридцати стран} - \text{минимальное значение показателя среди тридцати стран}} \right) \times 100$$

- при обратной корреляции показателя и мультипликаторов оценки:

$$100 - \left(\frac{\text{показатель конкретной страны} - \text{минимальное значение показателя среди тридцати стран}}{\text{максимальное значение показателя среди тридцати стран} - \text{минимальное значение показателя среди тридцати стран}} \right) \times 100$$

На базе полученных индивидуальных индексов, в свою очередь, рассчитываются промежуточные индексы по каждой категории как средняя арифметическая из индексов индивидуальных показателей, входящих в конкретную категорию.

Интегральный (совокупный) индекс был рассчитан также как средняя арифметическая на базе промежуточных индексов по каждой категории показателей. Для избежания субъективизма, который может возникнуть при присвоении индивидуальных весов отдельным категориям, веса каждой категории показателей были приняты равными.

Изменения в методологии расчета Индекса стоимости бизнеса 2019 г.

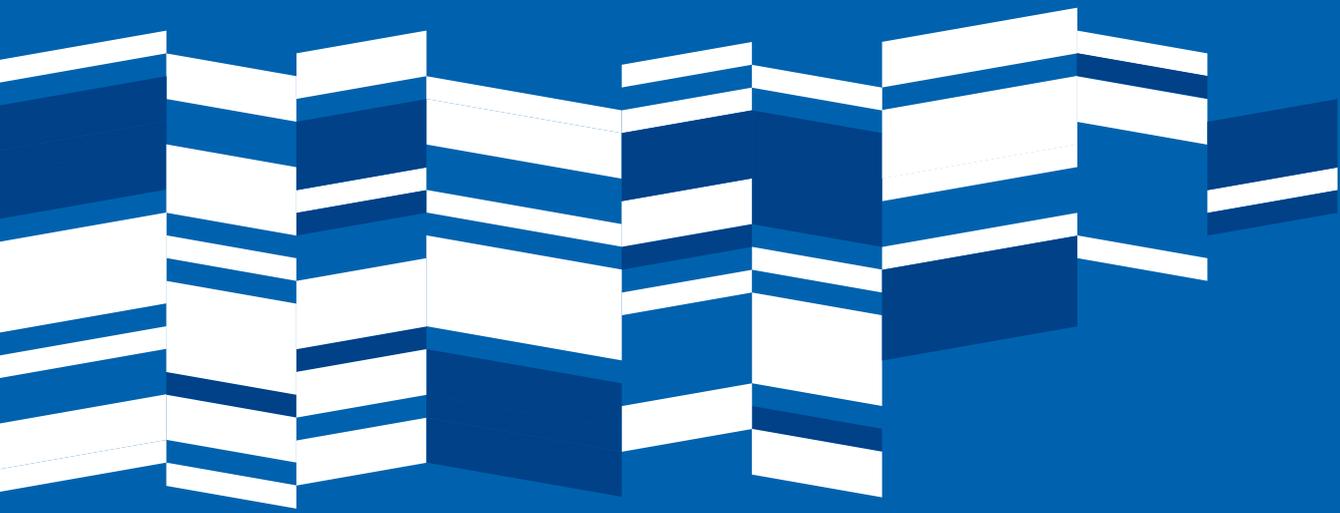
В новой версии индекса состав показателей был скорректирован следующим образом:

- Исключены показатели:

- *ВВП по паритету покупательной способности (ППС)*: учитывая абсолютный размер показателя и большую разницу между странами-лидерами и остальными странами, это делало показатель малочувствительным к изменениям.
- *Ликвидность фондового рынка*: с целью упрощения Индекса.
- *Доля акций в свободном обращении, находящаяся во владении институциональных инвесторов*: с целью упрощения Индекса.
- *Приток прямых иностранных инвестиций*: с целью упрощения Индекса. Кроме того, учитывая абсолютный размер показателя и большую разницу между странами-лидерами и остальными странами, это делало его малочувствительным к изменениям. Данные также были нестабильными в силу ограниченной надежности статистики, на которой базировался показатель.
- *Благоприятность налоговой системы для инвестиций*: показатель больше не рассчитывается Всемирным экономическим форумом.

- Заменены показатели:

- *Качество защиты интересов миноритарных акционеров*: показатель больше не рассчитывается Всемирным экономическим форумом. Вместо него мы ввели альтернативный показатель – «Регулирование ответственности директоров и конфликта интересов» – рассчитываемый как среднее арифметическое между значениями показателей «Степень ответственности директоров» (Extent of Directors Liability) и «Наличие регулирования конфликта интересов» (Extent of Conflict of interest regulations), рассчитываемые Всемирным банком в рамках проекта Doing Business в течение многих лет. Эти два показателя показали наибольшую корреляцию среди проанализированных нами десятков индикаторов качества корпоративного управления и защиты миноритарных акционеров.
- *Капитализация фондового рынка*: показатель зависит от уровня цен на акции компаний, что делает его частично зависимым от показателя, для объяснения которого он используется (уровень мультипликатора оценки компаний). Вместо него был введен показатель количества компаний на бирже на миллион долларов ВВП, который не зависит от ценового уровня на фондовом рынке конкретной страны.
- *Степень развития финансового рынка и доступности финансовых услуг*: показатель больше не рассчитывается Всемирным экономическим форумом. Вместо него мы ввели показатели доступности финансирования для МСБ и доступности венчурного финансирования, рассчитываемые Всемирным экономическим форумом в течение многих лет и показавшие наибольшую корреляцию с мультипликаторами оценки компаний по сравнению с альтернативными индикаторами доступности капитала (например, уровнем кредита частному сектору в % от ВВП).
- *Уровень присутствия компаний с иностранным капиталом на внутреннем рынке*: показатель больше не рассчитывается Всемирным экономическим форумом. Так как данный показатель использовался нами в предыдущей версии индекса в качестве индикатора наличия барьеров для ведения бизнеса в стране, вместо него мы ввели альтернативный показатель, рассчитываемые Всемирным экономическим форумом в течение многих лет: «Уровень нетарифных барьеров».



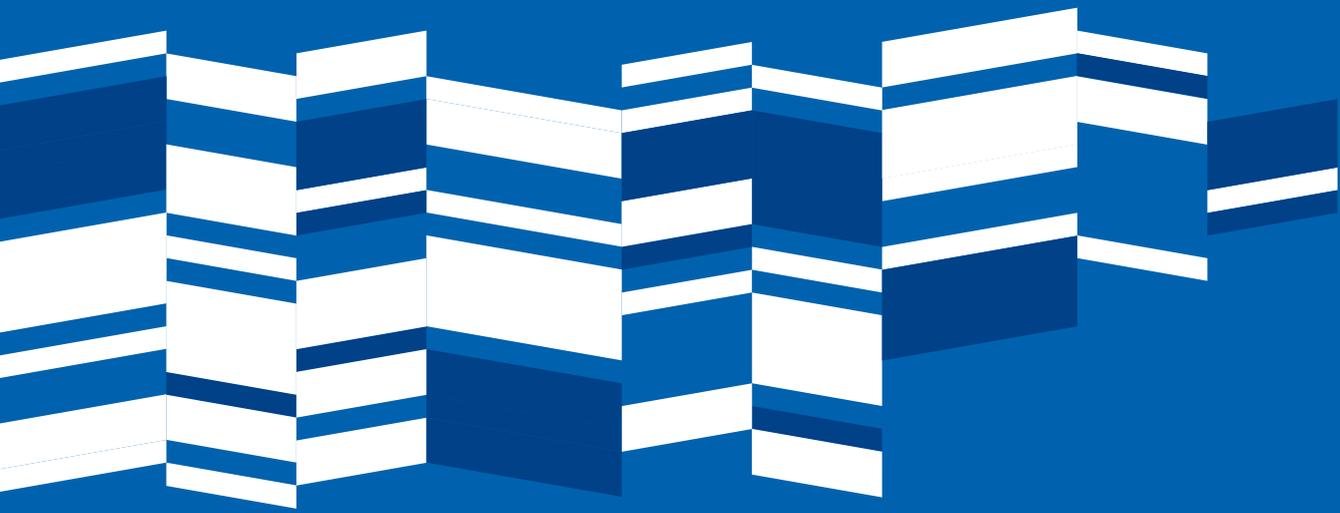
ПРИЛОЖЕНИЕ 3. МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ

Страна	Средний дисконт / премия по четырем мультипликаторам оп-носительно уровня США	Мультипликатор ак-ционерной стоимо-сти к чистой прибы-ли (P/E)			Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учёта аморти-зации до вычета расходов по выплате процентов и налогов (EBITDA) (EV/EBITDA)			Мультипликатор ак-ционерной стоимо-сти к показателю ба-лансовой стоимости активов (P/BV)			Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю выручки (EV/S)		
		Значе-ние	Дисконт / премия*	Ранг	Значе-ние	Дисконт / премия*	Ранг	Значе-ние	Дисконт / премия*	Ранг	Значе-ние	Дисконт / премия*	Ранг
Австралия	-10,3%	15,1	-8,5%	12	10,5	-11,0%	9	1,8	-40,0%	8	2,6	18,2%	6
Аргентина	-67,5%	7,4	-55,2%	28	2,5	-78,8%	30	1,1	-63,3%	25	0,6	-72,7%	30
Бразилия	-24,2%	14,7	-10,9%	14	7,6	-35,6%	19	1,9	-36,7%	5	1,9	-13,6%	14
Великобритания	-30,6%	15,9	-3,6%	9	8,1	-31,4%	16	1,6	-46,7%	12	1,3	-40,9%	21
Германия	-42,5%	13,4	-18,8%	18	6,7	-43,2%	23	1,4	-53,3%	16	1,0	-54,6%	25
Египет	-25,1%	13,6	-17,6%	17	8,3	-29,7%	15	1,4	-53,3%	16	2,2	0,0%	10
Индия	17,9%	24,5	48,5%	1	11,7	-0,9%	5	2,9	-3,3%	2	2,8	27,3%	5
Индонезия	1,7%	20,9	26,7%	3	11,0	-6,8%	7	2,2	-26,7%	3	2,5	13,6%	8
Испания	-35,0%	12,2	-26,1%	20	8,1	-31,4%	16	1,2	-60,0%	22	1,7	-22,7%	17
Италия	-48,9%	10,0	-39,4%	24	6,6	-44,1%	25	1,0	-66,7%	27	1,2	-45,5%	22
Канада	-6,7%	16,2	-1,8%	7	12,2	3,4%	1	1,6	-46,7%	12	2,6	18,2%	6
Китай	-34,5%	11,9	-27,9%	21	9,8	-17,0%	12	1,3	-56,7%	20	1,4	-36,4%	20
Колумбия	-36,3%	11,1	-32,7%	22	7,1	-39,8%	22	1,1	-63,3%	25	2,0	-9,1%	13
Малайзия	8,8%	21,2	28,5%	2	11,8	0,0%	3	1,7	-43,3%	10	3,3	50,0%	3
Мексика	-24,2%	15,3	-7,3%	11	7,3	-38,1%	21	2,0	-33,3%	4	1,8	-18,2%	15
Нигерия	-43,4%	7,9	-52,1%	27	7,5	-36,4%	20	1,4	-53,3%	16	1,5	-31,8%	18
Нидерланды	-28,4%	13,9	-15,8%	16	9,5	-19,5%	13	1,6	-46,7%	12	1,5	-31,8%	18
ОАЭ	-19,5%	9,6	-41,8%	25	6,7	-43,2%	23	1,3	-56,7%	20	3,6	63,6%	2
Пакистан	-53,3%	8,9	-46,1%	26	5,6	-52,5%	28	1,2	-60,0%	22	1,0	-54,6%	25
Польша	-23,1%	12,3	-25,5%	19	11,0	-6,8%	7	1,2	-60,0%	22	2,2	0,0%	10
Российская Федерация	-67,8%	4,3	-73,9%	30	3,6	-69,5%	29	0,8	-73,3%	29	1,0	-54,6%	25
Саудовская Аравия	12,1%	17,7	7,3%	5	11,7	-0,9%	5	1,8	-40,0%	8	4,0	81,8%	1
США		16,5	-	6	11,8		3	3,0		1	2,2		10
Таиланд	-18,6%	16,2	-1,8%	7	10,5	-11,0%	9	1,7	-43,3%	10	1,8	-18,2%	15
Турция	-59,5%	6,3	-61,8%	29	5,7	-51,7%	27	0,9	-70,0%	28	1,0	-54,5%	25
Филиппины	3,3%	18,3	10,9%	4	12,1	2,5%	2	1,9	-36,7%	5	3,0	36,4%	4
Франция	-32,1%	15,8	-4,2%	10	8,8	-25,4%	14	1,4	-53,3%	16	1,2	-45,5%	22
Южная Африка	-13,5%	14,1	-14,6%	15	10,4	-11,9%	11	1,9	-36,7%	5	2,4	9,1%	9
Южная Корея	-52,2%	10,4	-37,0%	23	6,6	-44,1%	25	0,8	-73,3%	29	1,0	-54,5%	25
Япония	-35,6%	14,8	-10,3%	13	8,0	-32,2%	18	1,5	-50,0%	15	1,1	-50,0%	24
Среднее значение	-26,4%	13,7	-17,1%		8,6	-26,9%		1,6	-48,3%		1,9	-13,2%	
Среднее значение по странам БРИКС	-24,4%	13,9	-15,8%		8,6	-27,0%		1,8	-41,3%		1,9	-13,6%	
Среднее значение по развивающимся рынкам	-25,9%	13,3	-19,21%		8,4	-28,6%		1,5	-49,0%		2,1	-6,8%	
Среднее значение по развитым рынкам	-27,0%	14,4	-12,9%		9,0	-23,5%		1,6	-46,3%		1,6	-25,5%	

* от уровня США

Источник: Bloomberg, по состоянию на 31 декабря 2018 г, расчеты инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.





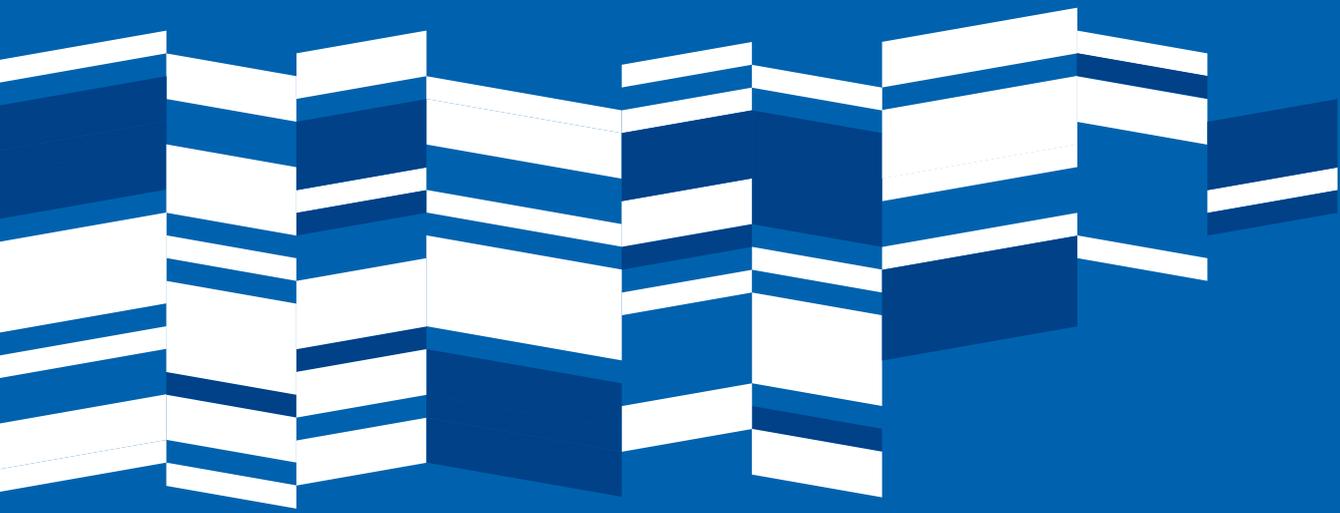
ПРИЛОЖЕНИЕ 4. СРАВНЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ РОССИИ С РЕЗУЛЬТАТАМИ РАЗВИВАЮЩИХСЯ СТРАН-ЛИДЕРОВ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ И РЕЗУЛЬТАТАМИ РАЗВИТЫХ СТРАН

Показатель	Россия	Результаты 5-ти стран-развивающихся стран-лидеров в оценке стоимости компаний ²⁹	Средняя для развитых рынков
Средний дисконт / премия мультипликаторов оценки стоимости компаний к уровню США на конец 2018 г.	-67,8%	+8,7%	-27,0%
Индекс стоимости бизнеса 2019	33,06	64,35	62,88
A Макроэкономические показатели	58,51	85,52	77,51
B Восприятие безопасности инвестиций в частные компании	19,35	53,51	64,79
C Доступность капитала	18,38	55,42	53,60
D Налоговая нагрузка	36,01	62,94	55,61
1 Средний темп прироста реального ВВП за три года	1,42%	5,03%	1,99%
2 Средняя инфляция за три года	4,05%	2,58%	1,48%
3 Волатильность обменного курса к доллару США	34,43%	4,99%	8,72%
4 Разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям	1,75%	1,07%	0,39%
5 Восприятие качества применяемых в стране бухгалтерских и аудиторских стандартов	4,30	5,12	5,69
6 Регулирование ответственности директоров и конфликта интересов	3,50	6,63	6,02
7 Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды	34,0%	48,0%	62,5%
8 Эффективность защиты прав собственности	3,73	4,99	5,61
9 Эффективность обжалования решений государственных органов	3,16	4,13	4,30
10 Эффективность судебного решения коммерческих споров	3,53	4,36	4,67
11 Доступность финансирования для МСБ	3,30	4,56	4,54
12 Доступность венчурного финансирования	2,70	3,98	4,00
13 Количество компаний на бирже на миллион долларов ВВП	115,9	1093,5	510,0
14 Уровень нетарифных барьеров	3,94	4,62	4,92
15 Средняя фактическая ставка налога на прибыль у публичных компаний	16,6%	15,4%	13,9%
16 Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда	36,4%	14,1%	23,5%

Источник: расчеты инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.

²⁹ Индия, Индонезия, Малайзия, Саудовская Аравия и Филиппины. Подробнее показатели отдельных стран см. в Таблице 1, Приложении 1 и Приложении 3.





**ПРИЛОЖЕНИЕ 5.
ИНДЕКС СТОИМОСТИ
БИЗНЕСА 2018
ПО МЕТОДОЛОГИИ
2019 ГОДА**

Для обеспечения сравнимости данных мы пересчитали значения индекса за 2018 год на базе новой методологии расчёта индекса.

Рейтинг	Страна	Совокупный индекс стоимости бизнеса 2018	А. Макроэкономические показатели	В. Восприятие безопасности инвестиций в частные компании	С. Доступность капитала	Д. Налоговая нагрузка	Справочно: средний дисконт / премия по четырём мультипликаторам относительно уровня США на конец 2017 г.
1	США	79,27	84,96	77,36	76,75	77,99	0,0%
2	Канада	77,02	79,54	79,77	61,80	86,97	-13,7%
3	ОАЭ	76,27	81,47	76,59	57,74	89,28	-17,7%
4	Великобритания	75,25	79,68	81,74	63,09	76,49	-36,5%
5	Малайзия	74,01	82,26	69,06	85,25	59,45	-16,1%
6	Нидерланды	68,64	81,88	75,61	57,27	59,80	-30,0%
7	Австралия	67,45	81,39	58,32	59,02	71,09	-13,9%
8	Германия	66,93	80,07	63,43	67,80	56,44	-44,2%
9	Таиланд	64,80	83,47	41,13	56,70	77,92	-22,6%
10	Саудовская Аравия	63,56	77,81	55,97	39,73	80,73	-6,0%
11	Индия	62,08	87,56	45,71	60,65	54,40	4,7%
12	Индонезия	60,28	78,99	53,59	46,91	61,61	-4,2%
13	Япония	57,77	78,53	66,79	51,17	34,61	-36,0%
14	Южная Корея	56,89	81,55	39,87	39,76	66,37	-53,4%
15	Филиппины	54,44	90,09	23,25	38,41	66,02	3,0%
16	Южная Африка	54,14	55,48	55,54	37,50	68,02	-16,6%
17	Польша	53,00	81,06	25,50	45,91	59,54	-30,5%
18	Турция	49,47	67,94	24,99	37,38	67,57	-50,2%
19	Испания	49,40	80,09	37,06	38,29	42,16	-34,4%
20	Китай	49,06	91,23	32,42	45,35	27,24	-27,0%
21	Франция	48,15	78,73	53,62	34,91	25,33	-38,8%
22	Пакистан	47,88	66,99	25,29	38,19	61,04	-54,1%
23	Колумбия	43,52	64,29	27,88	39,06	42,86	-33,6%
24	Мексика	42,34	70,45	27,64	31,73	39,55	-18,2%
25	Италия	38,89	69,94	15,72	25,96	43,92	-53,7%
26	Нигерия	36,41	33,92	23,85	22,31	65,55	-35,9%
27	Египет	32,55	27,83	22,73	33,05	46,58	-24,3%
28	Бразилия	31,80	44,29	32,67	11,08	39,15	-28,4%
29	Российская Федерация	30,46	47,51	16,38	17,21	40,74	-64,7%
30	Аргентина	20,51	33,08	8,52	7,53	32,91	-34,2%
<i>Среднее значение</i>		54,41	71,40	44,60	44,25	57,38	-27,7%
Среднее значение по странам БРИКС		45,51	65,21	36,55	34,36	45,91	-26,4%
Среднее значение по развивающимся рынкам		50,17	67,36	36,43	39,57	57,33	-26,5%
Среднее значение по развитым рынкам		62,88	79,48	60,94	53,61	57,48	-30,1%

Источник: расчеты инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО.



Московская школа управления СКОЛКОВО – одна из ведущих частных бизнес-школ в России и СНГ, основанная по инициативе делового сообщества. В состав партнеров-учредителей школы входят 8 российских и международных компаний и 11 частных лиц – лидеров российского бизнеса. Программы школы ориентированы на все стадии развития бизнеса – от стартапа до крупной корпорации, выходящей на международные рынки.

Адрес:
Московская область,
Одинцовский район,
Сколково, ул. Новая, д.100
www.skolkovo.ru

WTC.SKOLKOVO.RU

ЦЕНТР УПРАВЛЕНИЯ
БЛАГОСОСТОЯНИЕМ
И ФИЛАНТРОПИИ
МОСКОВСКОЙ ШКОЛЫ
УПРАВЛЕНИЯ СКОЛКОВО