СКОЛКОВО
Московская школа управления

UCP
ИНВЕСТИЦИОННАЯ ГРУППА

ИНДЕКС СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

КАК ПОВЫСИТЬ ОЦЕНКУ СТОИМОСТИ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

ЦЕНТР УПРАВЛЕНИЯ БЛАГОСОСТОЯНИЕМ
И ФИЛАНТРОПИИ МОСКОВСКОЙ
ШКОЛЫ УПРАВЛЕНИЯ СКОЛКОВО

2018

Правовая информация и ограничение ответственности

© 2018 ООО «Юнайтед Кэпитал Партнерс Эдвайзори», инвестиционная группа UCP

Отчёт подготовлен с участием специалистов Московской школы управления 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, указанной в разделе «Источники данных и обоснование использования индикаторов, входящих в индекс» 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. Информация, содержащаяся в настоящем документе, не является профессиональной, финансовой или инвестиционной консультацией и не должна использоваться в качестве основания для принятия инвестиционных решений.

В отношении каждого конкретного вопроса или обстоятельства необходимо обязательно обращаться за консультацией к профессиональному 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.

Авторский коллектив

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

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

Ирина ЛАНИНА, Управляющий директор, Инвестиционная группа UCP

Андрей МАРЧЕНКО, к.э.н., 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

Вероника МИСЮТИНА, Глава Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО

Татьяна ОЛИФИРОВА, Сертифицированный директор Institute of Directors (UK), Председатель Совета Клуба независимых директоров СКОЛКОВО

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Содержание

Введение СКОЛКОВО 2

Введение UCP 4

1. Основные выводы 6

2. Об «Индексе стоимости бизнеса» 10

Почему и зачем нужен новый индекс 12
Как мы подходили к разработке индекса 14
Используемые при расчёте индекса индикаторы и источники данных 18

3. «Индекс стоимости бизнеса» (Business Value Index) 20

4. Анализ и основные выводы 24

Общие выводы 26
Анализ отдельных компонентов индекса 28
Рекомендации в области институциональной и государственной политики 31
Как результаты исследования могут быть полезны российским компаниям 38

Приложение 1. Детальные данные по элементам индекса 40

Категория A. Макроэкономические показатели 42
Категория B. Восприятие безопасности инвестиций 43
Категория C. Процентные ставки 44
Категория D. Доступность капитала 45
Категория E. Инвестиционная ориентированность налоговой системы 46

Приложение 2. Источники данных и обоснование использования индикаторов, входящих в индекс 48

Приложение 3. Мультипликаторы оценки компаний 54

Введение СКОЛКОВО

В последние годы российские власти предпринимают серьёзные усилия для снятия барьеров для занятия бизнесом. Если в 2012 г. Россия занимала 120-е место по условиям для ведения бизнеса согласно международному рейтингу Всемирного банка Doing Business, то всего через 7 лет она поднялась на 31-е место, обогнав по этому показателю все другие страны БРИКС (например, Китай в рейтинге 2019 г. занимал 46-е место, а Бразилия – 109-е).

Казалось бы – серьёзный повод для радости и гордости. Но, к сожалению, такое феноменальное улучшение условий для ведения бизнеса не привело ни к существенному росту малого и среднего бизнеса (его вклад в ВВП по-прежнему колеблется вокруг отметки 20%), ни к ускорению экономического роста в целом.

В чём же причина? Наша гипотеза состоит в том, что помимо отсутствия барьеров и препятствий («негативных» стимулов) для занятия бизнесом важны ещё и стимулы «положительные» – какую отдачу потенциальный бизнесмен может рассчитывать получить в случае успеха его предприятия.

И вот здесь-то оказывается всё довольно грустно. Практика показывает, что российский предприниматель, вознамерившийся продать свою компанию, может рассчитывать на сумму в несколько раз меньшую, чем его коллега не только из крупнейших стран Западной Европы или США, но и большинства развивающихся стран, включая Китай и Бразилию.

Причём этот «российский дисконт» только частично связан с неблагоприятными внешнеполитическими условиями и санкциями: стоимость продажи российских компаний была существенно ниже среднемировых уровней и пять лет назад.

Очевидно, что такая ситуация радикально снижает стимулы к предпринимательской деятельности: зачем рисковать, если даже в случае успеха финансовая отдача от потраченных усилий окажется не очень интересной?

К сожалению, этой проблеме – проблеме недостаточных возможностей по продаже, или «капитализации», российского бизнеса – в российской литературе и научных дискуссиях практически не уделяется внимания. Проблема нередко воспринимается или как некая данность, имманентное свойство российского рынка, или как просто следствие макроэкономических и геополитических сложностей, наблюдаемых в стране в последние годы.

Мы решили проверить справедливость такой постановки вопроса, сравнив показатели различных индикаторов, влияющих на оценку стоимости компании потенциальными покупателями, для тридцати крупнейших экономик мира.

Результаты этого сравнения мы свели в специально разработанный нами – совместно бизнес-школой СКОЛКОВО (в лице Центра управления благосостоянием и филантропии и Клуба независимых директоров СКОЛКОВО) и одной из ведущих российских инвестиционных групп United Capital Partners (UCP) – индекс: «Индекс стоимости бизнеса» или Business Value Index.

К сожалению, анализ показал, что по большей части показателей, влияющих на оценку стоимости бизнеса, Россия проигрывает подавляющему большинству стран мира, в том числе существенно отставая от других стран БРИКС. То есть заниженная оценка российского бизнеса во многом отражает недостатки среды, в которой российскому бизнесу приходится работать.

С другой стороны, полученные данные и пример других стран дают надежду на то, что улучшение ситуации возможно. В конце концов, у других стран это как-то получилось?

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

United Capital Partners – одна из крупнейших инвестиционных групп на российском фондовом рынке. С момента основания в 2006 г. UCP осуществила несколько десятков сделок в различных секторах экономики, инвестируя в нефтегазовую отрасль, высокотехнологичные компании, ритейл, промышленные предприятия и финансовые организации.

После принятия решения об инвестировании в ту или иную компанию мы часто выступаем в роли инвестора-активиста и принимаем участие в повышении эффективности и качества корпоративного управления компании. Сегодня качественное корпоративное управление – необходимое условие для конкурентоспособности компании и индикатор долгосрочных перспектив роста для инвесторов.

На российском рынке немало первоклассных компаний с точки зрения показателей операционной эффективности, но при этом мало компаний с международным уровнем корпоративного управления. Это не единственный, но один из ключевых индикаторов, используемых при оценке стоимости бизнеса. Недостаточный уровень корпоративного управления является сдерживающим фактором для многих российских и иностранных инвесторов.

Для нас как инвесторов прежде всего важен практический вопрос оценки стоимости бизнеса. Выявление факторов, влияющих на эту оценку, поможет отразить реальное положение дел и определить спектр задач, которые необходимо решить бизнесу и государству для того, чтобы Россия стала высокопривлекательной страной для инвестиций.

Создание «Индекса стоимости бизнеса» (или Business Value Index) – совместный проект бизнес-школы СКОЛКОВО и UCP, объединяющий усилия теоретиков и практиков российского фондового рынка. Индекс содержит пять категорий индикаторов, комплексно отражающих все аспекты оценки бизнеса и причины низкой оценки российских компаний.

Несмотря на значительные усилия Правительства по улучшению инвестиционного климата, необходимо еще многое сделать для того, чтобы Россия стала более привлекательной для инвесторов. Однако за решением конкретных задач нам хотелось бы видеть не сложности, а огромный потенциал роста, который скрывает в себе российский рынок.

Михаил ТРОФИМОВ

Партнёр,
Руководитель департамента инвестиционного анализа, Инвестиционная группа UCP

Андрей МАРЧЕНКО

Директор,
Департамент инвестиционного анализа,
Инвестиционная группа UCP

СКОЛКОВО
Московская школа управления

СКОЛКОВО
Московская школа управления

1.

ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

- Стоимость российских компаний, как правило, оценивается существенно ниже их аналогов из других стран. Российский предприниматель, решивший продать свою компанию, обычно может рассчитывать на сумму в несколько раз меньшую, чем его коллега не только из крупнейших стран Западной Европы или США, но и большинства развивающихся стран.

- Оказалось, что между местом страны в рейтинге Doing Business Всемирного банка, повышению которого в последние годы в России уделялось много времени, и уровнем оценки стоимости компаний в данной стране существенной взаимосвязи нет.

- В условиях отсутствия готового инструментария, который бы позволил ответить на вопрос, как можно повысить общий уровень оценки стоимости компаний в конкретной стране, нами был разработан собственный инструмент – в формате индекса – для оценки общего качества среды для продажи бизнеса в стране.

- Этот индекс был разработан на базе анализа более четырехсот различных индикаторов, из которых для использования в индексе были отобраны девятнадцать индикаторов, объединённых в пять категорий. Данные по отобранным индикаторам по России сравнивались с аналогичными данными по тридцати крупнейшим экономикам мира, за исключением Ирана.

- Полученные результаты позволяют утверждать, что в основе низкой стоимостной оценки, на которую может рассчитывать российский собственник при продаже компании, лежат объективные факторы. Во всех выбранных категориях российские показатели ниже среднего значения как в целом по тридцати крупнейшим экономикам мира, так и среднего значения для развивающихся рынков (а также среднего значения для стран БРИКС).

- Само по себе улучшение макроэкономической ситуации, хотя и будет способствовать росту стоимостной оценки российского бизнеса, недостаточно для того, чтобы ликвидировать разрыв в оценке российских компаний по сравнению с компаниями-аналогами в странах-лидерах. Необходимо улучшать инвестиционную среду и в других направлениях.

- Проведённый анализ позволяет говорить как минимум о нескольких перспективных точках для приложения усилий по улучшению инвестиционной среды:

  – Совершенствование законодательства и правоприменительной практики в части защиты прав миноритарных акционеров как в публичных, так и в частных компаниях.
  – Повышение качества юридической и судебной защиты права собственности.
  – Повышение доли прибыли, направляемой на дивиденды.
  – Законодательное закрепление возможности обратного выкупа акций с последующим погашением по инициативе компании.
  – Улучшение стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов.
  – Развитие финансового рынка.
  – Настройка налоговой системы для стимулирования инвестиций.

- Полученные результаты также позволяют утверждать, что на уровне отдельных компаний усилия, как минимум, в следующих областях с большой долей вероятности будут положительно оценены потенциальными инвесторами, способствуя повышению оценки стоимости компании и росту её потенциальной капитализации:

  – Качественная финансовая отчётность, составленная по признанным международным стандартам отчётности с должным уровнем раскрытия дополнительной информации.
  – Прозрачные процедуры в области корпоративного управления.
  – Доступ инвесторов и членов совета директоров к информации о компании.
  – Прозрачное распределение прибыли между акционерами / участниками и высокая доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов.
  – Развитая юридическая функция, корректный анализ юридических рисков и активное использование правовых инструментов для защиты своих прав.
  – Присутствие компании на финансовом рынке – от рынка облигаций до фондового рынка, – наличие кредитной и финансовой истории.
  – Грамотное использование инвестиционных налоговых льгот, предоставляемых государством.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

2.

ОБ «ИНДЕКСЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА»

Почему и зачем нужен новый индекс

Начать работу над этим исследованием нас подвигла растущая неудовлетворённость состоянием дел на российском рынке капитала. Небольшое по сравнению с другими ведущими рынками число сделок по купле-продаже компаний, увеличивающиеся ограничения на доступ инвесторов к информации, растущая концентрация и огосударствление в банковском секторе, рост доли государственных компаний в российской экономике. И всё это сопровождается очень низкой, по сравнению с другими странами, оценкой стоимости российских компаний – причём как в частных сделках, так и на фондовом рынке.

Например, российский предприниматель, решивший продать свою компанию, как правило, может рассчитывать на сумму в два-четыре раза меньшую, чем его коллега не только из крупнейших стран Западной Европы или США, но и большинства развивающихся стран (см. График 1).

К сожалению, проблема низкой оценки российских компаний инвесторами никак не обсуждается в отечественной литературе, хотя она имеет совершенно конкретные негативные макроэкономические последствия (см. также Иллюстрацию 1):

- Во-первых, низкая возможная цена продажи по отношению к финансовым показателям компании (так называемый «мультипликатор оценки компании» или «мультипликатор») снижает стимулы к предпринимательской активности: зачем рисковать, если даже при благоприятном исходе конечный результат получится малопривлекательным?
- Низкий мультипликатор также не стимулирует уже состоявшихся предпринимателей выходить за капиталом на фондовый рынок: зачем ему тратить огромные усилия и налагать на себя серьезные обязательства по регулярной отчётности перед новыми акционерами и соответствию требованиям регулятора, если при размещении на бирже он может получить эквивалент всего семи-восьми годовых прибылей компании?
- Если нет альтернатив, основным источником капитала становятся банки. Однако здесь предприниматели сталкиваются с другой проблемой: отсутствие конкуренции со стороны фондового рынка приводит к завышенным процентным ставкам по кредитам.
- Высокая стоимость капитала и низкая стоимость возможной продажи на выходе из инвестиционного проекта приводят к завышенным требованиям к потенциальным инвестициям. Это отсекает многие проекты, которые в других странах вполне могли бы быть профинансированы.
- Отсутствие доступа к стороннему капиталу ограничивает размер инвестиций, так как часто компания вынуждена ориентироваться исключительно на собственные силы и заработанную прибыль. Недостаток инвестиций, в свою очередь, замедляет рост ВВП.
- Снижается и приток капитала при продаже готовых предприятий и компаний иностранным инвесторам.
- Ограниченные возможности по привлечению денег на фондовом рынке снижают финансовую устойчивость крупных компаний, что повышает риск того, что в случае существенных проблем они придут за деньгами к государству. Таких примеров за последние десять лет мы видели немало.

При этом оказалось, что само по себе снятие законодательных барьеров для ведения бизнеса для улучшения позиций в рейтинге Doing Business Всемирно-

го банка[1] существенного влияния на уровень оценки компаний не оказывает (см. График 2).

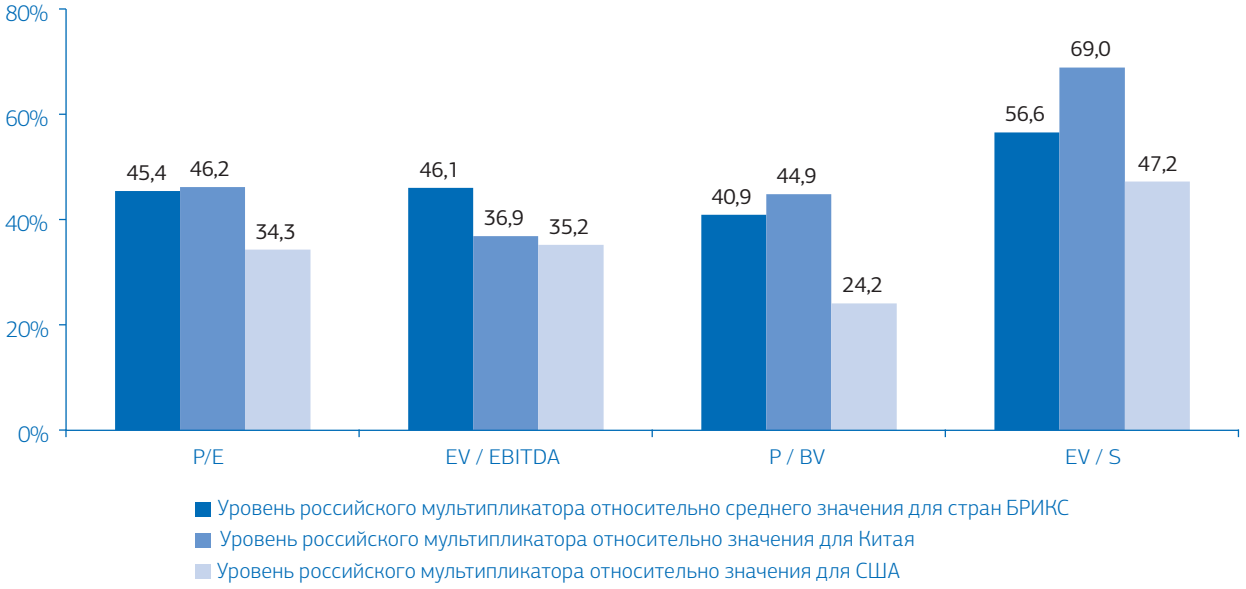
Улучшение законодательных условий и снятие многих формальных барьеров для ведения бизнеса в России за последние 5 лет не привело к какому-либо значимому росту малого и среднего бизнеса (его вклад в ВВП по-прежнему составляет около 20%) или к ускорению экономического роста в целом.

При этом на других развивающихся рынках, невзирая на далеко не идеальный деловой и налоговый климат и внешнеполитическую ситуацию, оценка компаний остаётся в разы выше, чем в России.

К сожалению, не существует готового инструментария, который бы позволил ответить на вопрос, как можно повысить общий уровень оценки стоимости компаний в конкретной стране.

Несмотря на значительное число больших сравнительных межстрановых исследований[2], отсутствуют систематические исследования, которые бы анализировали факторы, влияющие на оценку компаний. А академическая литература, как правило, не даёт исчерпывающего и системного ответа на вопрос, от чего же зависит средний уровень оценки бизнеса в конкретной стране, фокусируясь на анализе влияния только отдельных факто-

ГРАФИК 1. ЗНАЧЕНИЯ РОССИЙСКИХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ В НЕСКОЛЬКО РАЗ НИЖЕ ЗНАЧЕНИЙ, НАБЛЮДАЕМЫХ В ДРУГИХ СТРАНАХ СРАВНИМОГО УРОВНЯ РАЗВИТИЯ



Источники: Bloomberg, анализ инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Значения мультипликаторов на конец 2017 года (см. подробнее Приложение 3)

1 См. подробнее http://russian.doingbusiness.org/ . В нашем отчёте для целей обеспечения сопоставимости данных по периодам мы использовали данные из отчёта за Doing Business 2018, опубликованного в 2017 г.

2 Например, The Global Competitiveness Report, который готовит Всемирный экономический форум (World Economic Forum); в нашем отчёте для целей обеспечения сопоставимости данных по периодам мы использовали данных из отчёта за 2017 г.: https://www.weforum.org/reports/the-global-competitiveness-report-2017-2018

ров на тот или иной вид мультипликаторов, используемых при оценке стоимости компаний. При этом значительную долю представляют исследования, посвященные американскому и другим развитым рынкам, существенно отличающимся от российского.

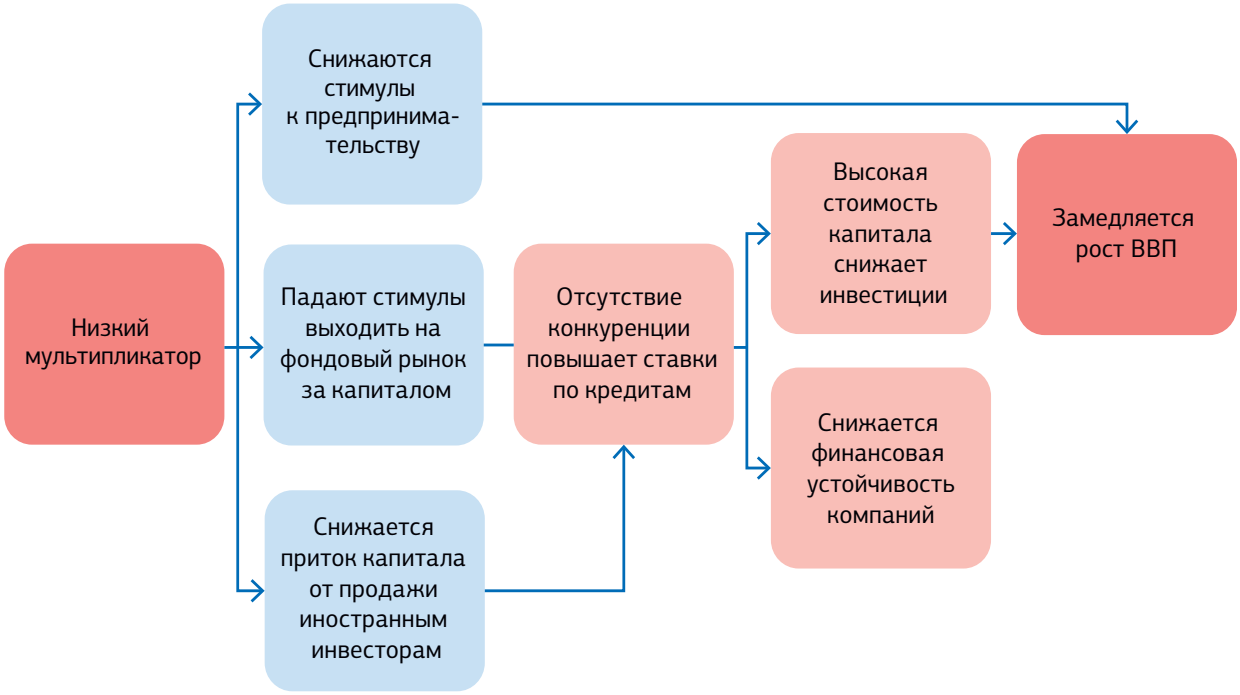
Поэтому мы разработали собственный инструмент – в формате индекса, – который, как мы надеемся, сможет быть полезным как в оценке общего качества среды для продажи бизнеса, так и в разработке мер по улучшению качества этой среды.

Как мы подходили к разработке индекса

Любая попытка разработать универсальный механизм оценки стоимости бизнеса всегда будет иметь некую степень условности, ведь реальные сделки – это, как минимум, продукт переговорного процесса. Сложившаяся в результате таких переговоров оценка будет зависеть не только от объективных факторов, но и от умения вести сложные переговоры и стечения благоприятных или не очень условий.

Тем не менее, так как оценка стоимости компании, невзирая на влияние субъ-

ИЛЛЮСТРАЦИЯ 1. НЕГАТИВНЫЕ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОСЛЕДСТВИЯ НИЗКИХ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ



Источники: Экспертная оценка инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО

ективных и случайных обстоятельств, всё же в своей основе базируется на определенном количестве поддающихся анализу фундаментальных факторов, эти факторы можно выделить и проранжировать по степени влияния на такую оценку.

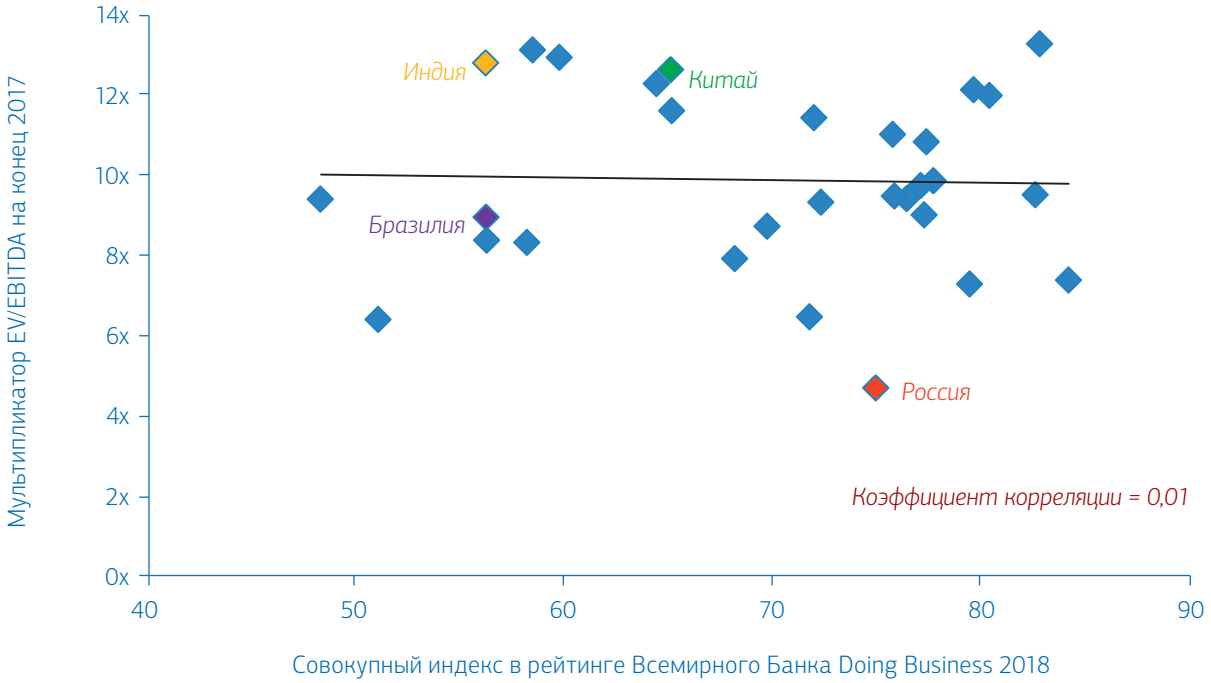
Традиционно выделяются три подхода к оценке компании (бизнеса):

- по дисконтированным денежным потокам (доходный подход);
- по рыночным мультипликаторам (сравнительный подход);
- по активам (затратный подход).

При оценке рентабельного бизнеса чаще всего применяется доходный подход, так как в его основе лежит экономическая суть инвестирования в компанию: любой инвестор вкладывает средства, чтобы получить будущий доход. Соответственно при отборе индикаторов мы, прежде всего, ориентировались на потенциальное влияние индикатора на показатели, учитываемые при оценке компаний в рамках доходного метода: то есть на размер и вероятность возможных будущих денежных потоков и ставку дисконтирования, учитывающую риски.

Также на практике часто используется сравнительный подход, позволяющий инвестору сделать первоначальные выводы о перспективности инвестиций в те

ГРАФИК 2. ЗАВИСИМОСТЬ ЗНАЧЕНИЯ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ ОТ ЗНАЧЕНИЯ ИНДЕКСА СТРАНЫ В РЕЙТИНГЕ ВСЕМИРНОГО БАНКА DOING BUSINESS ОТСУТСТВУЕТ (НА ПРИМЕРЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРА EV/EBITDA)



Источники: World Bank, 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.

или иные компании на фондовом рынке, базируясь на сравнении рыночных мультипликаторов конкретной компании с мультипликаторами компаний-аналогов. Поэтому при формировании индекса мы посчитали необходимым также учесть и мультипликаторы, складывающиеся на фондовом рынке конкретной страны: ведь уровень рыночных мультипликаторов задаёт общий фон и в сделках с частными непубличными компаниями.

Затратный подход является наименее точным для оценки компании, так как он не позволяет учесть такие важные составляющие стоимости, как рентабельность бизнеса и его показатели роста и риска. Тем не менее, мы включили в расчет индекса показатель P/BV, отражающий обеспеченность компании балансовыми активами и являющийся важным при оценке компаний некоторых секторов экономики.

С учётом этого, к окончательной конфигурации индекса мы пришли следующим образом:

1. Прежде всего, мы решили, что по результатам работы мы хотим получить индекс, который бы показывал относительное положение страны среди других стран, сравнимых по экономической значимости и мощи. В качестве группы таких сравнимых стран мы выбрали 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), исключив из расчёта Иран в силу того, что страна много десятилетий находилась под финансовыми и торговыми санкциями, а также в силу ограниченности данных по этой стране по части выбранных для расчёта индекса показателей. На анализируемые 30 стран приходится 82% мирового ВВП по ППС.
2. В качестве методологии расчета индекса мы выбрали методологию «передового рубежа» (Distance to Frontier), используемую как Всемирным банком, так и Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) при расчёте своих межстрановых сравнительных индексов. Показатель передового рубежа (ПР) демонстрирует удаленность каждой страны от «рубежа», представляющего собой наилучший результат, показанный любой из стран в отношении конкретного используемого индикатора (фактора). 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 «рубеж»). Использование этой методологии, 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 индикаторов для участия в расчёте индекса мы ориентировались на следующие отборочные «фильтры»:
   a. Индикатор должен отражать в той или иной степени эмпирическую (то есть наблюдаемую) реальность[3]. Это могут быть как

3 В этом одно из существенных отличий предлагаемого нами индекса 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.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Комментарий эксперта

Андрей Шаронов
Президент Московской школы управления СКОЛКОВО

Тема данной работы является традиционно актуальной как для России, так и для всего мира. Стоимость бизнеса, ее зависимость от операционных показателей компании, качества корпоративного управления, состояния инвестиционного климата, текущей конъюнктуры рынков критически важны для основателей бизнеса, инвесторов, государств в любой части мира. И все государства, инвесторы, основатели бизнеса работают над тем, чтобы стоимость бизнеса была максимальной при каждом сочетании указанных факторов.

Характерно это и для России, где предпринимается много усилий для улучшения этих факторов.

При этом результаты этих усилий выглядят противоречивыми. С одной стороны, нельзя не замечать прогресса, например, в росте позиций страны в рейтинге Всемирного банка Doing Business, с другой стороны, показатели рыночной капитализации российских компаний устойчиво хуже аналогов из развитых и развивающихся рынков.

В этой связи в данной работе сделана попытка «поэлементного анализа» факторов различной природы, влияющих на рыночную капитализацию. Из большого числа факторов выбрано 19 наиболее важных, сгруппированных в 5 категорий. Анализ проведен по 30 основным экономикам мира, совокупно производящим более 80% мирового валового продукта.

Этот анализ показывает основные проблемы, с которыми сталкиваются российские компании, и дает хорошую возможность для отработки адресных мер (когда это касается государственных регуляторов) или рекомендаций компаниям (когда это касается операционной деятельности и внутрикорпоративного управления).

Работа показывает, что и государственному регулятору, и самим компаниям предстоит пройти сложный и длинный путь в доведении состояния этих институтов и практик до лучших международных стандартов.

При этом тщательный отбор показателей позволит организовать эту работу адресно, а не через политизированную погоню за пресловутым «предпринимательским климатом», обратить внимание на такие застаревшие проблемы, как равный и справедливый доступ к судебной защите организаций любой формы собственности, баланс в вопросах защиты прав миноритарных акционеров и защиты компаний от злоупотребления правом со стороны миноритариев, возрождение финансовых рынков, налоговые стимулы для долгосрочных инвестиций.

макроэкономические, финансовые и бухгалтерские данные, так и результаты опросов.

b. Используемый индикатор должен иметь экономический смысл: разумный инвестор может учитывать данный индикатор (прямо или косвенно) при оценке компании или бизнеса.

c. Уровень конкретного индикатора в разных странах должен коррелировать с одним или несколькими мультипликаторами, складывающимися в отношении публичных, – то есть котируемых на фондовом рынке, – компаний данной страны. Причём желательно, чтобы корреляция наблюдалась в течение нескольких лет.

d. Дополнительным плюсом являлось наличие независимых академических исследований, свидетельствующих о наличии связи выбранного индикатора с мультипликаторами, складывающимися на фондовом рынке[4].

Используемые при расчёте индекса индикаторы и источники данных

На базе анализа более четырехсот различных индикаторов мы отобрали для использования в индексе следующие девятнадцать индикаторов, объединив их в пять категорий[5].

A. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Почему влияет на оценку: Компании, ведущие деятельность на больших рынках с высоким экономическим ростом привлекательнее для потенциальных покупателей.

1. ВВП по паритету покупательной способности (ППС)
2. Средний темп прироста реального ВВП за три года
3. Капитализация фондового рынка

B. ВОСПРИЯТИЕ БЕЗОПАСНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Почему влияет на оценку: Слабые возможности по получению акционерами информации, низкое качество информации, наличие традиций и возможностей у мажоритарных акционеров или участников в компании распоряжаться прибылью в ущерб интересам миноритарных акционеров (участников) повышают риски инвестирования в компании в такой среде. Повышение рисков, в свою очередь, снижает стоимость, которую потенциальный инвестор готов заплатить за компанию в такой стране. Аналогичное негативное влияние на стоимость компании оказывают слабые возможностями инвестора по защите прав собственности на свой актив.

4. Восприятие качества применяемых в стране стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов
5. Восприятие качества защиты интересов миноритарных акционеров
6. Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды
7. Эффективность защиты прав собственности
8. Эффективность обжалования решений государственных органов
9. Эффективность судебного решения коммерческих споров

4 Например, в исследовании 2013 г. в Институте развивающихся рынков Московской школы управления СКОЛКОВО – Williams, Park (2013) – было обращено внимание на позитивное влияние трех факторов на мультипликаторы компаний на фондовом рынке: качества отчётности компаний, защиты прав миноритарных акционеров и доли прибыли, направляемой на дивиденды: https://iems.skolkovo.ru/downloads/documents/SKOLKOVO_IEMS/Research_Reports/SKOLKOVO_IEMS_Research_2013-12-30_ru.pdf

5 Подробнее об источниках данных и обоснованиях использования конкретных индикаторов см. Приложение 2

Здесь необходимо специально отметить, что из нескольких имеющихся индикаторов качества защиты интересов миноритарных акционеров и защиты права собственности мы выбрали показатели, используемые Всемирным экономическим форумом, так как именно они показали корреляцию с мультипликаторами стоимости компаний. Альтернативные индикаторы (например, показатели World Governance Indicators или оценки качества защиты прав миноритариев из рейтинга Всемирного банка Doing Business) такой корреляции не продемонстрировали.

C. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Почему влияет на оценку: Высокий уровень процентных ставок повышает требования инвестора к доходности, тем самым, при прочих равных, снижая стоимость компании.

10. Средняя инфляция за три года
11. Разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США

D. ДОСТУПНОСТЬ КАПИТАЛА

Почему влияет на оценку: Лучшая доступность капитала и большее число рыночных игроков, при прочих равных, увеличивает стоимость компании.

12. Степень развития финансового рынка и доступности финансовых услуг
13. Ликвидность фондового рынка
14. Доля акций в свободном обращении, находящаяся во владении институциональных инвесторов
15. Уровень присутствия компаний с иностранным капиталом на внутреннем рынке
16. Приток прямых иностранных инвестиций

E. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ОРИЕНТИРОВАННОСТЬ НАЛОГОВОЙ СИСТЕМЫ

Почему влияет на оценку: Большая налоговая нагрузка на факторы производства, при прочих равных, снижает отдачу на капитал, снижая стоимость компании.

17. Средняя фактическая ставка налога на прибыль у публичных компаний
18. Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда
19. Благоприятность налоговой системы для инвестиций

По отобранным индикаторам для каждого показателя мы рассчитали индекс «предельного рубежа» в отношении каждой страны по следующим формулам:

- при прямой зависимости:

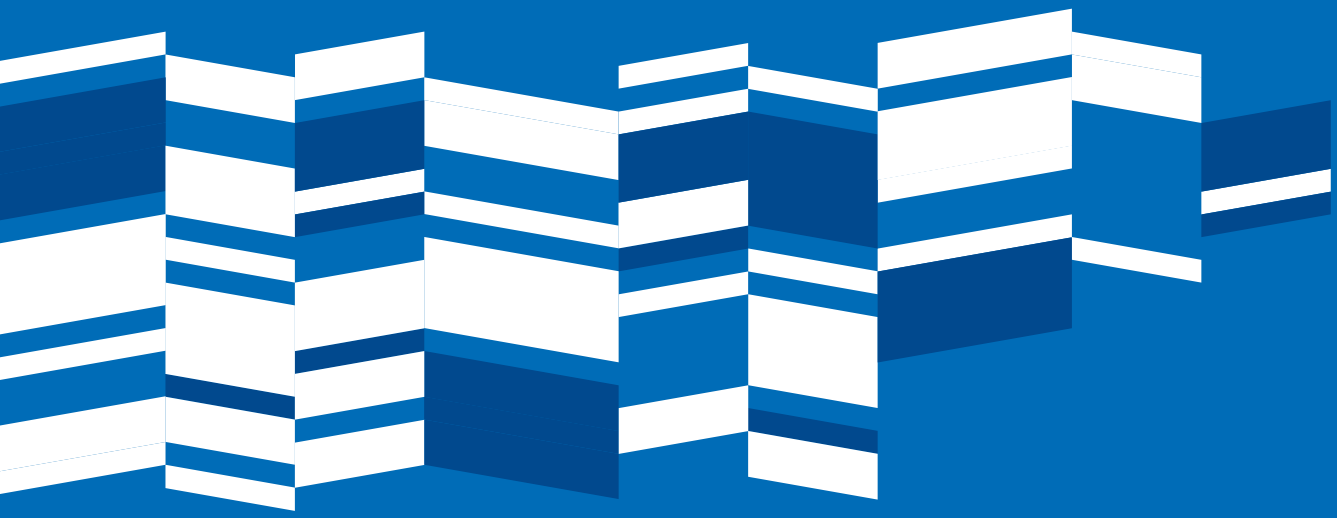
$$\left(\frac{\text{показатель конкретной страны — минимальное значение показателя среди тридцати стран}}{\text{максимальное значение показателя среди тридцати стран — минимальное значение показателя среди тридцати стран}}\right) \times 100$$

- при обратной зависимости:

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

На базе полученных индивидуальных индексов, в свою очередь, были рассчитаны промежуточные индексы по каждой категории как средняя арифметическая.

Интегральный (совокупный) индекс был рассчитан также как средняя арифметическая на базе пяти промежуточных индексов по каждой категории показателей. Веса каждой категории показателей были приняты равными.



СКОЛКОВО
Московская школа управления

3.

«ИНДЕКС СТОИМОСТИ БИЗНЕСА» (BUSINESS VALUE INDEX)

Рейтинг	Страна	Совокупный индекс стоимости бизнеса	A. Макроэкономические показатели	B. Восприятие безопасности инвестиций	C. Процентные ставки	D. Доступность капитала	E. Инвестиционная ориентированность налоговой системы
1	**США**	80,66	57,61	82,67	97,28	91,09	74,62
2	**Великобритания**	72,40	28,59	94,47	97,19	68,86	72,90
3	**Канада**	66,80	28,23	87,43	97,66	46,22	74,48
4	**Нидерланды**	65,54	26,77	89,61	98,99	47,14	65,19
5	**ОАЭ**	63,88	21,93	83,70	88,97	31,97	92,85
6	**Австралия**	61,32	27,21	77,83	97,24	45,16	59,15
7	**Германия**	58,85	23,82	76,36	98,40	36,56	59,13
8	**Малайзия**	58,12	37,64	71,26	87,01	33,29	61,40
9	**Китай**	57,05	71,00	43,72	89,98	42,13	38,43
10	**Япония**	56,80	28,85	73,90	98,87	42,34	40,05
11	**Южная Африка**	54,59	44,44	59,55	62,27	46,36	60,31
12	**Таиланд**	53,09	30,64	41,80	94,23	28,80	69,98
13	**Индия**	52,64	52,90	45,75	81,05	26,09	57,42
14	**Саудовская Аравия**	51,37	21,34	59,96	85,95	16,27	73,34
15	**Индонезия**	50,18	32,85	54,68	79,96	24,01	59,41
16	**Франция**	49,86	23,79	67,12	98,88	35,56	23,95
17	**Южная Корея**	48,23	28,19	33,12	93,22	25,65	60,95
18	**Польша**	46,44	23,57	36,11	92,95	28,63	50,95
19	**Филиппины**	46,35	38,38	31,68	87,15	17,68	56,88
20	**Испания**	45,63	25,68	39,34	91,54	31,09	40,51
21	**Мексика**	40,51	22,38	34,68	74,83	31,84	38,79
22	**Турция**	36,02	30,08	23,19	53,02	15,09	58,71
23	**Колумбия**	34,12	18,53	23,43	69,91	24,76	33,95
24	**Пакистан**	33,12	26,91	22,47	53,19	9,78	53,23
25	**Италия**	32,97	16,07	19,44	82,76	16,11	30,47
26	**Бразилия**	31,21	7,48	35,51	60,07	26,89	26,10
27	**Российская Федерация**	**29,26**	**15,11**	**19,01**	**67,00**	**7,45**	**37,74**
28	**Нигерия**	26,71	10,03	25,88	21,20	14,91	61,55
29	**Египет**	25,62	23,58	27,80	21,86	9,17	45,69
30	**Аргентина**	13,02	12,43	7,65	10,70	10,22	24,11
	Среднее значение[6]	*48,08*	*28,53*	*49,64*	*77,78*	*31,04*	*53,41*
	Среднее значение по странам БРИКС	*44,95*	*38,19*	*40,71*	*72,07*	*29,79*	*44,00*
	Среднее значение по развивающимся рынкам	*42,58*	*28,47*	*39,05*	*68,73*	*23,55*	*53,09*
	Среднее значение по развитым рынкам	*59,08*	*28,66*	*70,82*	*95,88*	*46,01*	*54,05*

Источник: см. Приложение 1

6 Здесь и далее в отчёте средние значения по развитым рынкам для целей настоящего отчёта рассчитаны на базе данных по Австралии, Великобритании, Германии, Испании, Италии, Канаде, Нидерландам, США, Франции и Японии. К развивающимся рынкам 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.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

4.

АНАЛИЗ И ОСНОВНЫЕ ВЫВОДЫ

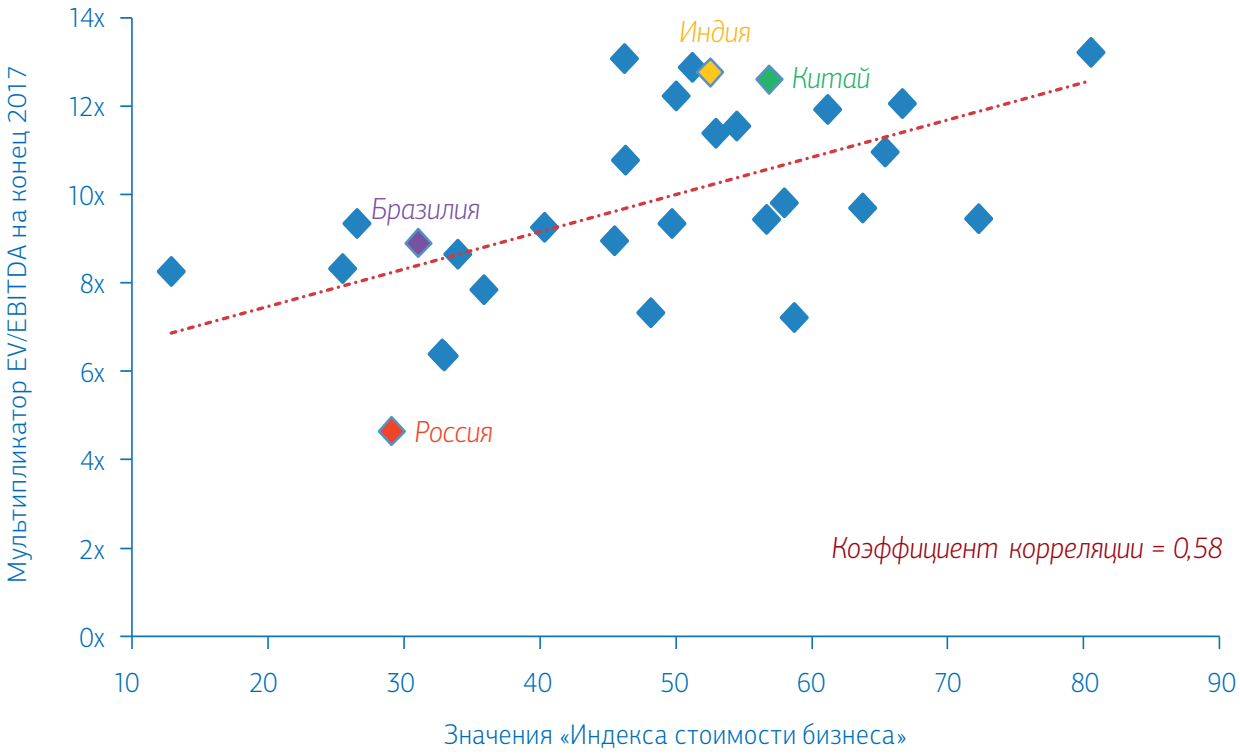
Общие выводы

Для проверки полученных результатов мы провели анализ взаимосвязи получившегося рейтинга стран на основе индекса и оценки компаний в разных странах. Оказалось, что большему значению индекса в целом соответствует более высокая оценка компаний в данной стране (см. График 3).

Хотя сама по себе такая корреляция не свидетельствует обязательно о причинно-следственной связи, она, как минимум, даёт основания утверждать, что рассчитанный индекс адекватно отражает общее качество среды для оценки и продажи бизнеса в стране в сравнении с другими крупнейшими странами.

Значение индекса для России составило 29,26. Это означает, что, в среднем, российские значения показателей, отобранных нами в качестве индикаторов стоимости бизнеса, попадают в нижнюю (худшую) треть диапазона значений показателей среди тридцати крупнейших экономик мира. Это позволило России занять только 27-е место из тридцати.

ГРАФИК 3. ВЗАИМОСВЯЗЬ УРОВНЯ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ В СТРАНЕ С УРОВНЕМ «ИНДЕКСА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА» (НА ПРИМЕРЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРА EV/EBITDA)

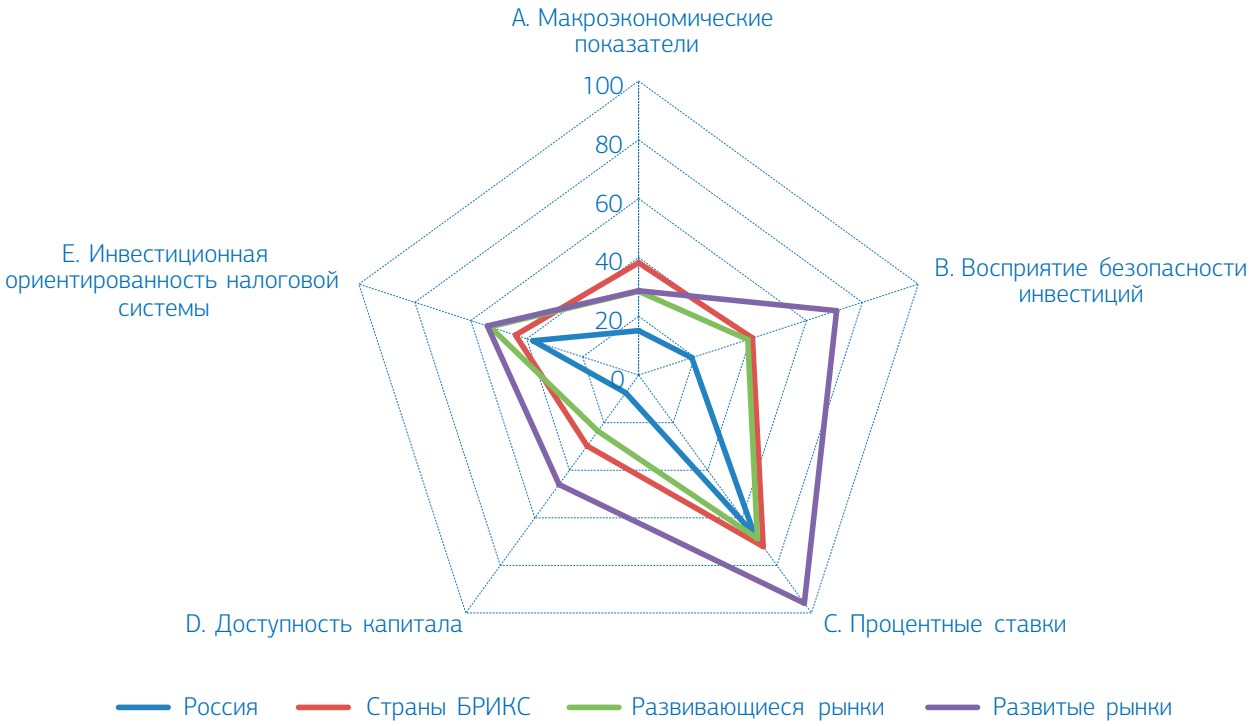


Источники: World Bank, Bloomberg, анализ инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Сравнение проведено для тридцати крупнейших экономик мира по размеру ВВП по паритету покупательной способности (ППС) без учёта Ирана.

Полученные результаты означают, что в основе низкой стоимостной оценки, на которую может рассчитывать российский бизнес, лежат объективные факторы. Во всех категориях российские показатели – ниже среднего как в целом по тридцати крупнейшим экономикам мира, так и среднего значения для стран БРИКС[7] (см. график 4).

Анализ корреляции между компонентами индекса (см. Таблицу 1) также позволяет нам выдвинуть другой важный тезис – само по себе улучшение макроэкономической ситуации, хотя и будет способствовать росту стоимостной оценки российского бизнеса, является недостаточным для того, чтобы ликвидировать «российский дисконт», т.е. разрыв в оценке стоимости российских компаний по сравнению с компаниями-аналогами в странах-лидерах. Необходимо улучшать инвестиционную среду и в других направлениях. В каких именно областях – мы разберём далее.

ГРАФИК 4. СРАВНЕНИЕ ЗНАЧЕНИЙ ОТДЕЛЬНЫХ КОМПОНЕНТОВ ИНДЕКСА РОССИИ СО ЗНАЧЕНИЯМИ СТРАН БРИКС, РАЗВИВАЮЩИХСЯ И РАЗВИТЫХ РЫНКОВ



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

7 Сравнение с показателями стран БРИКС и Китая, в частности, может выглядеть спорно с чисто макроэкономической точки зрения, ввиду разной структуры экономики, демографической ситуации, географического положения, уровня развития финансового рынка и исторического пути. Вместе с тем, учитывая, что на практике на инвестиционном рынке сравнение между странами БРИКС – устоявшееся и распространённое явление, в настоящей работе мы сравниваем российские показатели, в том числе и с показателями этих стран как ведущих развивающихся рынков.

ТАБЛИЦА 1. КОРРЕЛЯЦИЯ МЕЖДУ КОМПОНЕНТАМИ ИНДЕКСА

	Индекс стоимости бизнеса	A. Макроэкономические показатели	B. Восприятие безопасности инвестиций	C. Процентные ставки	D. Доступность капитала	E. Инвестиционная ориентированность налоговой системы
Индекс стоимости бизнеса		0,57	0,91	0,81	0,85	0,65
A. Макроэкономические показатели			0,29	0,37	0,50	0,26
B. Восприятие безопасности инвестиций				0,67	0,77	0,59
C. Процентные ставки					0,58	0,32
D. Доступность капитала						0,38
Мультипликатор акционерной стоимости к чистой прибыли (P/E), 2017	0,28	0,36	0,25	0,15	0,34	0,01
Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учета амортизации, расходов по процентам и налогам (EBITDA) (EV/EBITDA), 2017	0,58	0,60	0,46	0,36	0,47	0,43
Мультипликатор акционерной стоимости к показателю балансовой стоимости активов (P/BV), 2017	0,37	0,53	0,30	0,06	0,45	0,24
Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю выручки (EV/S), 2017	0,31	0,23	0,30	0,13	0,06	0,52

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

Анализ отдельных компонентов индекса[8]

КАТЕГОРИЯ A. МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ

Для данной категории нами были отобраны для анализа три показателя: ВВП по паритету покупательной способности (ППС), средний темп прироста реального ВВП за три года и капитализация фондового рынка.

Российский ВВП по ППС – один из крупнейших в мире: по состоянию на 2017 г. российская экономика по этому показателю занимала 6-е место в мире. Вместе с тем в абсолютном значении российский ВВП почти в пять раз уступает лидерам – Китаю и США.

Средние темпы экономического роста за последние три года в России – минус 0,4% – одни из худших среди тридцати крупнейших стран мира (хуже результат показала только Бразилия), особенно на фоне высоких среднегодовых темпов экономического роста по тридцати странам в размере 2,83%.

Оставляют желать лучшего и данные по капитализации фондового рынка. Если у России по данным за 2016 г., опу-

8 Детальные данные см. в Приложении 1

бликованным Всемирным банком, капитализация фондового рынка составила менее 50% от ВВП, то в среднем по тридцати анализируемым странам она была близка к 75% от ВВП, превышая 100% ВВП для стран БРИКС.

В результате значение индекса предельного рубежа для России в части макроэкономических показателей составило 15,11, поместив страну на 27-е место из тридцати стран. У лидера в рамках данной категории – Китая – значение индекса составило 71,00.

КАТЕГОРИЯ В. ВОСПРИЯТИЕ БЕЗОПАСНОСТИ ИНВЕСТИЦИЙ

Для данной категории нами были отобраны для анализа шесть показателей: три, характеризующие восприятие среды для корпоративного управления в стране (восприятие качества применяемых в стране стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов, восприятие качества защиты интересов миноритарных акционеров и доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды) и три, оценивающие восприятие качества юридической защиты активов (эффективность защиты прав собственности, эффективность обжалования решений государственных органов и эффективность судебного решения коммерческих споров).

Пять из шести показателей, за исключением доли прибыли публичных компаний, направляемой на дивиденды, базируются на результатах опроса бизнесменов и менеджеров, проведённого Всемирным экономическим форумом (для России число опрошенных превысило 500 человек). Использование именно опросных данных, на наш взгляд, допустимо и оправдано как в силу того, что результаты именно этих опросов (в отличие от многих иных аналогичных индикаторов) показали корреляцию с мультипликаторами оценки компаний, так и в силу того, что любая оценка компаний также является изначально оценочным показателем, отражающим восприятие ценности приобретаемого бизнеса.

Если анализировать эти показатели, то окажется, что российские бизнес-пользователи оценили качество применяемых в стране стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов в 4,05 балла по семибалльной шкале. То есть, не смогли уверенно сказать, что их устраивает качество этих стандартов. Это один из трёх худших результатов среди тридцати крупнейших стран; хуже результаты только у Аргентины и Пакистана. Российский результат существенно отстаёт не только от развитых рынков, где средняя удовлетворённость качеством стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов составила 5,67 баллов по семибалльной шкале, но и от развивающихся рынков (4,73 балла).

Что касается качества защиты интересов миноритарных акционеров, то инвесторы и бизнесмены оценили его в 3,56 балла, что эквивалентно утверждению «права, скорее, не защищены». Это также один из трёх худших результатов среди тридцати крупнейших стран.

С одной стороны, низкая оценка России в части защиты интересов миноритарных акционеров и стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов может удивить, учитывая, что и регулятор – Центральный Банк, – и Московская Биржа, и Правительство в последние годы предприняли большие усилия для улучшения корпоративного управления и повышения качества отчетности в российских публичных компаниях и их приближения к лучшим мировым практикам. Принята специальная программа по совершенствованию корпоративного управления[9], в рамках которой принимаются новые законы, а специалисты регулятора проводят активную разъ-

9 Распоряжение Правительства РФ от 25 июня 2016 г. № 1315-р «О плане мероприятий («дорожной карте») «Совершенствование корпоративного управления»

яснительную работу среди крупнейших российских публичных компаний. Последние несколько лет подготовка финансовой отчётности по международным стандартам (МСФО) является условием листинга на Московской Бирже. Проделана большая и важная работа, актуальность и значимость которой нельзя недооценивать.

С другой стороны, основной фокус этой работы – на нескольких десятках крупнейших российских публичных компаний. Компании меньшего размера и частные компании, которых на российском рынке большинство, пока мало затронуты этими реформами, что могло повлиять на оценку общего качества защиты миноритарных акционеров и качества финансовой отчётности респондентами опроса Всемирного экономического форума.

Ситуация в части доли прибыли публичных компаний, направляемой на дивиденды, на первый взгляд, выглядит более оптимистично: эта доля за несколько последних лет в среднем составила 31,68%. Данный показатель, тем не менее, по факту оказался существенно ниже не только средних значений для анализируемых тридцати стран (64,55%), но и для развивающихся рынков (62,86%) и стран БРИКС (50,73%).

В части восприятия качества юридической защиты активов по каждому из трёх релевантных для бизнеса индикаторов этого качества – качества защиты права собственности на имущество, эффективности разрешения коммерческих споров и эффективность оспаривания решений госорганов – пользователи оценили его 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 коммерческих споров. Оценка пользователями российской системы правосудия оказалась ниже средних показателей как для развитых, так и для развивающихся рынков.

В результате, с учётом результатов по этим шести показателям, значение индекса предельного рубежа для России в части оценки восприятия безопасности инвестиций составило 19,01, поместив страну на 29-е место из тридцати. У лидера в рамках данной категории – Великобритании – значение индекса составило 94,47.

КАТЕГОРИЯ C. ПРОЦЕНТНЫЕ СТАВКИ

Для данной категории нами были отобраны для анализа два показателя: средняя инфляция за три года и разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США. По обоим показателям индекс рассчитывался на базе обратной зависимости между значениями выбранных показателей и стоимостью бизнеса – то есть большему значению показателя соответствует меньшее значение индекса.

Инфляция в России, невзирая на существенное снижение в последнее время, в среднем за три года составила 6,84%. Это выше средней инфляции по развивающимся рынкам (5,96%) и существенно выше инфляции на развитых рынках (1,07%).

По уровню страховки от дефолта по суверенным облигациям Россия находится на уровне, близком к среднему для развивающихся рынков.

Значение индекса предельного рубежа для России в рамках данной категории составило 67,00, позволив стране занять 23-е место из тридцати стран. У лидера в рамках данной категории – Нидерландов – значение индекса составило 98,99.

КАТЕГОРИЯ D. ДОСТУПНОСТЬ КАПИТАЛА

В рамках данной категории мы включили в анализ данные по степени развития финансового рынка и доступности финансовых услуг, ликвидности фондового рынка, доле акций в свободном обращении, находящейся во владении институциональных инвесторов, уровню присутствия компаний с иностранным капита-

лом на внутреннем рынке и абсолютному размеру притока прямых иностранных инвестиций.

В части развития финансового рынка Россия вошла в число стран, где этот уровень оценивается ниже 4-х по семибалльной шкале (остальные восемь: Аргентина, Бразилия, Египет, Италия, Нигерия, Пакистан, Турция и Южная Корея).

Россия также получила самую низкую оценку из тридцати стран по уровню восприятия бизнесом присутствия компаний с иностранным капиталом на внутреннем рынке. Очевидным следствием этого является снижение конкуренции, а также снижение спроса со стороны иностранных инвесторов на российские активы.

Ликвидность российского фондового рынка (чуть выше 10% от ВВП) низка по сравнению не только с лучшими примерами среди тридцати анализируемых стран, но и средними значениями как для рассматриваемых тридцати стран (52,64%), так и развивающихся рынков в целом (37,90%).

Не исключено, что одна из причин низкой ликвидности – низкая доля институциональных (профессиональных) инвесторов среди акционеров российских компаний. Она составила в среднем менее 12% от акций в свободном обращении, что ниже средних значений как для развитых рынков (26,73%), так и стран БРИКС (21,74%) и развивающихся рынков (14,93%).

Приток прямых иностранных инвестиций в Россию существенно уступает лидерам: США, Китаю и Великобритании, но превышает аналогичные показатели Франции и Германии, а также среднее значение для развивающихся рынков в целом.

В результате значение индекса предельного рубежа для России в части доступности капитала оказалось равным 7,45, поместив Россию на последнее место среди анализируемых стран. У лидера в рамках данной категории – США – значение индекса составило 91,09.

КАТЕГОРИЯ Е. ИНВЕСТИЦИОННАЯ ОРИЕНТИРОВАННОСТЬ НАЛОГОВОЙ СИСТЕМЫ

В эту категорию мы включили анализ трёх показателей: средней фактической ставки налога на прибыль у публичных компаний, налоговой нагрузки на фонд оплаты труда и оценки бизнесом благоприятности налоговой системы для инвестиций.

Средняя фактическая ставка налога на прибыль оказалась примерно на уровне, характерном для развивающихся рынков, хотя и выше среднего уровня развитых рынков.

Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда согласно оценкам Всемирного Банка (36,3%) – одна из самых высоких среди тридцати крупнейших экономик мира. Выше она только в трёх странах: Бразилии, Китае и Франции.

Оценка бизнесом благоприятности российской налоговой системы для инвестиций оказалась также на низком уровне (3,18 по семибалльной шкале), опередив только пять стран: Аргентину, Бразилию, Италию, Колумбию и Францию.

С учётом этого, значение индекса предельного рубежа для России в части инвестиционной ориентированности налоговой системы оказалось равным 37,74, позволив России занять 25-е место из тридцати. У лидера в рамках данной категории – ОАЭ – значение индекса составило 92,85.

Рекомендации в области институциональной и государственной политики

Как мы отметили выше, само по себе улучшение макроэкономической ситуации недостаточно для того, чтобы ликвидировать «российский дисконт» в оценке стоимости

компаний. 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 для приложения усилий:

а. Совершенствование законодательства и правоприменительной практики в части защиты прав миноритарных акционеров как в публичных, так и частных компаниях.
б. Повышение качества юридической и судебной защиты права собственности
в. Повышение доли прибыли, направляемой на дивиденды
г. Законодательное закрепление возможности обратного выкупа акций с последующим погашением по инициативе компании
д. Улучшение стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов
е. Развитие финансового рынка
ж. Настройка налоговой системы для стимулирования инвестиций

Мы ожидаем, что успешная реализация этих мер, помимо вероятного оказания положительного влияния на стоимость российского бизнеса, также будет способствовать экономическому росту: описанные проблемы хорошо вписываются в две из трех групп основных препятствий для экономического роста, перечисленных в модели экономического роста Хаусмана-Родрика-Веласко[10]. 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.

Рассмотрим предложения подробнее.

а. Совершенствование законодательства и правоприменительной практики в части защиты прав миноритарных акционеров как в публичных, так и частных компаниях

Как мы отметили выше, судя по результатам опроса, проведённого Всемирным экономическим форумом, инвесторы и бизнесмены считают, что российское законодательство и правоприменительная практика в целом недостаточно справляются с защитой прав миноритарных акционеров: по семибалльной шкале качество этой защиты российские инвесторы и бизнесмены оценили в 3,56 балла, что эквивалентно утверждению «права, скорее, не защищены»[11].

Из анализируемых тридцати стран хуже результат только у Аргентины и Италии. Причём эти две страны вряд ли могут служить хорошим примером – они, подобно России, в аутсайдерах по большинству рассматриваемых в индексе показателей. Усилия, которые в последние годы предпринимают регулятор, Московская Биржа и Правительство по модернизации корпоративного управления в российских крупнейших публичных компаниях пока не нашли своего отражения во мнении среднего российского инвестора и бизнесмена. Это может быть связано как с недостатком разъяснительной работы, так и с тем, что эти усилия пока были направлены на узкий сегмент самых крупных публичных компаний и ориентировались, прежде всего, на совершенствование соответствующего законодательства, практически не затрагивая правоприменительную практику в отношении частных компаний, с которой сталкивается гораздо большее число людей.

10 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

11 см. подробнее Приложение 2, Категория «В. Восприятие безопасности инвестиций, показатель «5. Восприятие качества защиты интересов миноритарных акционеров»

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Комментарий эксперта

Александр Шевчук
Исполнительный директор
Ассоциации профессиональных
инвесторов (АПИ)

Подход, выбранный авторами исследования, представляется важным и интересным. Он рассматривает взаимосвязь различных факторов с конечным результатом любого бизнеса – его стоимостью (капитализацией).

Интересно, что коллеги не выявили зависимости повышения стоимости бизнеса от продвижения России в столь важном для высшего руководства страны рейтинге Doing Business Всемирного банка. Россия продемонстрировала существенный скачок в рейтинге за последние несколько лет, достигнув 35 места. Несмотря на то, что это лучший показатель среди стран БРИКС (ближайшие соперники Китай и ЮАР находятся только на 78 и 82 местах соответственно), это никак не отразилось ни на макроэкономических показателях, ни на размере дисконта стоимости российского бизнеса относительно стоимости зарубежных аналогов, который в течение последнего десятилетия находился на уровне 50%. В качестве одного из факторов, влияющих на размер дисконта и на капитализацию бизнеса, авторы отмечают недостаток условий для защиты прав миноритарных акционеров в сравнении с ведущими странами мира. Несмотря на то, что в сфере распространения лучших практик корпоративного управления и защиты прав миноритарных акционеров было многое предпринято за последние годы, к сожалению, этого недостаточно. На мой взгляд, существенным шагом вперёд в этом направлении был бы:

- полный запрет на голосование квазиказначейскими акциями
- расширение права доступа акционеров, владеющих не менее 10% акций ко всем документам, необходимым как для принятия инвестиционных решений, так и для обращения в суд
- расширение права доступа акционеров к информации не только о компании, в которой они владеют долей, но и о «дочках» такой компании; в рамках текущего законодательства получить информацию о деятельности дочерних компаний нереально
- дисквалификация лиц, привлечённых к ответственности за убытки, причинённые компании и её акционерам

Необходимость изменений в направлениях, затронутых исследованием, очевидна для многих. Однако, невзирая на продвижение по многим направлениям, как правило, самые трудные реформы откладываются на потом. Для достижения необходимого результата в данном случае необходима политическая воля и готовность взять на себя ответственность за дальнейшие изменения, каждая деталь которых должна быть доведена до необходимого уровня, чтобы мультипликативный эффект играл в пользу повышения стоимости российских компаний.

Нельзя не остановиться и на встречающейся точке зрения, что странам с континентальной системой права (к которым относится Россия) в принципе сложнее обеспечить высокий уровень защиты прав миноритарных инвесторов по сравнению со странами англо-саксонской системы права (таким как США и Великобритания). Доля правды в этом есть: наличие концепции «фидуциарной ответственности» топменеджеров и директоров компании перед её акционерами и более гибкие правила истребования информации в случае коммерческого спора, действительно, дают миноритарным инвесторам в странах англо-саксонского права больше возможностей по отстаиванию своих прав.

С другой стороны, пример ведущих стран континентального права, таких как Германия и Нидерланды, где инвесторы оценивают возможности по защите прав миноритарных акционеров как высокие, говорит о том, что резервы для улучшения российского законодательства и правоприменительной практики в этой области значительны.

Конкретный набор мер, который бы смог улучшить ситуацию с защитой прав миноритарных акционеров не только в публичных, но и в частных компаниях, в том числе в части правоприменительной практики, требует отдельного анализа с учётом опыта как ведущих стран континентального права (таких как Германия и Нидерланды), так и лидеров среди развивающихся (например, Малайзии), а также уже наработанной Московской Биржей и регулятором практики совершенствования корпоративного управления в крупнейших российских публичных компаниях.

б. Повышение качества юридической и судебной защиты права собственности

Аналогичная ситуация – с качеством российской системы правосудия в трех наиболее, на наш взгляд, релевантных для бизнеса областях: качество защиты права собственности на имущество и эффективность как разрешения коммерческих споров, так и оспаривания решений госорганов.

Опрос мнения бизнеса относительно российской системы правосудия показал её низкую конкурентоспособность относительно лучших мировых практик[12]: Россия по каждому из трех показателей получила оценку 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 коммерческих споров.

Хотя за 10 лет средняя оценка «качества услуг системы правосудия» в России выросла примерно на 25%[13] и находится сейчас на уровне Польши и Италии, тем не менее, на данный момент это примерно на 10-15% хуже среднего показателя даже для стран БРИКС, не говоря уже об уровне развитых рынков.

Возможно, России стоит заняться этим вопросом, посмотрев на ситуацию и результативность системы в целом с точки зрения пользователя, а не абстрактной теории.

Любопытно также, что, по мнению пользователей, популярное среди российских бизнесменов английское право не является единоличным лидером по качеству юридической и судебной защиты права собственности. Высокий результат показали Нидерланды, подтвердив свою репутацию как одного из ведущих европейских холдинговых центров. То есть принадлежность юридической системы к континентальному праву само по себе не является препятствием для её эффективности (германское и французское право, также получившие от своих пользователей высокие оценки, это подтверждают).

в. Повышение доли прибыли, направляемой на дивиденды

Добиться устойчивых системных улучшений по двум предыдущим направлени-

12 см. подробнее Приложение 2, Категория «В. Восприятие безопасности инвестиций», показатели 7-9
13 С учётом данных WEF The Global Competitiveness Report 2009-2010

ям будет непросто. Да и времени это может занять немало.

Перспективным промежуточным решением может стать стимулирование компаний повышать процент прибыли, направляемый на выплату дивидендов. Это снижает возможности менеджмента по неэффективному использованию прибыли компаний на инвестиционные проекты с сомнительной отдачей на вложенный капитал, тем самым повышая защиту прав миноритарных акционеров.

Российские власти уже сделали важные шаги в этом направлении, обязав госкомпании направлять на дивиденды сначала 25%, а с недавних пор – и 50% от чистой прибыли по МСФО. Мы считаем, что эту норму следует повышать и далее, учитывая, что во многих странах средняя доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов публичными компаниями, гораздо выше 50%.

Также представляется целесообразным стимулировать и негосударственные компании к повышению выплаты прибыли в качестве дивидендов. Например, через соответствующие рекомендации Московской Биржи.

г. Законодательное закрепление возможности обратного выкупа акций с последующим погашением по инициативе компании

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 законом об акционерных обществах[14] предусмотрена необходимость определения цены выкупа. На развитых фондовых рынках механизм обратного выкупа акций, в силу своей большей гибкости, уже давно сравнялся по значимости с выплатой дивидендов, способствуя повышению инвестиционной привлекательности соответствующих стран.

Поэтому мы считаем целесообразным, с целью расширения возможностей и практического инструментария, доступного 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.

д. Улучшение стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов

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

Российские пользователи отчетности оценивают качество российских стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов крайне низко[15]. Из тридцати ведущих стран мира хуже оценки по этому параметру только у Аргентины и Пакистана. Оценка удовлетворённости пользователей качеством финансовой отчетности и аудиторских стандартов в других странах БРИКС на 10%-35% выше российской.

В этом направлении есть колоссальные резервы по улучшению ситуации. В последние годы резко повысилась прозрачность хозяйственных операций российских компаний для налогового контроля за счёт введения в действие системы АСК «НДС-2», международного автоматического обмена налоговой информацией, документации по трансфертному ценообразованию, онлайн-касс, горизонтального мониторинга и т.п.

14 Закон от 26.12.1995 No 208-ФЗ
15 см. подробнее Приложение 2. Категория «В. Среда для корпоративного управления в стране», показатель «4. Восприятие качества применяемых в стране стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов»

Ужесточается и контроль со стороны банков за оборотом наличных средств.

Бизнес, со своей стороны, всё больше переходит в электронную форму, активно используя и внедряя цифровые технологии.

В этих условиях целесообразность поддержания нынешней архаичной системы бухгалтерского учёта и обязательной отчётности, ориентированной, прежде всего, на расчёт налоговых обязательств, с её избыточными требованиями по оформлению бумажных документов, представляется сомнительной.

Более перспективным видится полный переход на международные стандарты финансовой отчётности (МСФО), включая стандарты по раскрытию нефинансовой информации, с одновременным облегчением требований по документальному подтверждению хозяйственных операций.

Широкое внедрение МСФО, не ограничиваясь публичными обществами, прошедшими листинг на Московской Бирже, даст возможность миноритарным акционерам (участникам) эффективнее защищать свои права, по сравнению с нынешней ситуацией, предоставляющей на практике большие возможности мажоритарным акционерам манипулировать отчётностью.

Широкое внедрение МСФО делает актуальным снятие законодательного ограничения на максимальный размер дивидендов (дивиденды не могут превышать чистую прибыль по РСБУ за соответствующий период). Для компаний, которые уже отчитываются по стандартам МСФО необходимо законодательно установить чистую прибыль по МСФО в качестве базы для расчета дивидендов.

е. Развитие финансового рынка

Степень развития финансового рынка и доступности финансовых услуг, а также уровень доступности капитала для российских компаний – самый низкий среди тридцати ведущих стран. Это вряд ли можно считать адекватным для шестой по размеру экономики мира.

Нет никаких сомнений, что отсутствие комфортного доступа для бизнеса к долгосрочному капиталу на конкурентных и рыночных условиях является существенным препятствием как для адекватной финансовой оценки стоимости российских компаний, так и для экономического роста в целом.

Хотя в последние годы Центральный Банк предпринял немало усилий к тому, чтобы очистить банковскую систему от участников, злоупотреблявших рискованными и сомнительными операциями, ситуация в части наличия финансовой инфраструктуры, которая бы могла обеспечить комфортный доступ населения к разнообразным и надёжным долгосрочным инвестиционным инструментам, пока далека от идеальной.

Нам представляется, что на первом этапе, как минимум, следует ставить задачу достичь уровня развития финансового рынка других стран сравнимого уровня экономического развития, будь то страны БРИКС или страны «верхнего сегмента стран со средним уровня дохода (upper-middle-income countries)» в классификации Всемирного банка.

ж. Настройка налоговой системы для стимулирования инвестиций

Представители Минфина РФ в своих выступлениях нередко апеллируют к тому, что совокупный уровень налоговой нагрузки в России в процентах от ВВП сравним с другими ведущими странами мира. Это действительно так.

Вместе с тем, мы не обнаружили очевидной взаимосвязи между совокупным уровнем налоговой нагрузки и оценкой стоимости компаний.

В то же время, оказалось, что есть корреляция оценки стоимости компаний с тремя показателями: средней эффективной ставкой налога на прибыль публичных компаний, налоговой нагрузкой на фонд оплаты труда и степенью благоприятности налоговой системы для инвестиций.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Комментарий эксперта

Кирилл Никитин
Директор Центра налоговой политики Экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова

Представленное коллегами исследование вызывает безусловный интерес как с точки зрения подхода, так и в части полученных результатов.

В области налоговой политики авторы выявили корреляцию между значением мультипликаторов и тремя факторами – фактической ставкой налога на прибыль, фискальной нагрузкой на фонд оплаты труда и «заточенностью» налогового законодательства на стимулирование инвестиций, одновременно констатировав непривлекательные значения российских показателей по всем трём обозначенным параметрам и предложив регулятору сконцентрироваться на повышении инвестиционной направленности российского налогового режима.

Тезис о крайне высокой нагрузке в России на фонд оплаты труда с макроэкономической точки зрения спорен: российская нагрузка полностью возложена на плечи работодателя, в то время как в большинстве сравниваемых государств она делится практически в равной пропорции работодателем и работником, а данные раздела «Уплата налогов» рейтинга Doing Business Всемирного банка, использованные в этой части исследования, учитывают только долю работодателя. Отсюда и сверхвысокие показатели макроэкономически умеренной совокупной нагрузки в России, в полной мере уплачиваемой работодателем, в сравнении с той условной половиной от общего значения нагрузки на фонд оплаты труда, которую несёт работодатель в большей части выборки.

Выработка практических мер налоговой политики в этой области – непростая задача. Практика показывает, что простое перекладывание части расходов на работника нередко не даёт той экономии, на которую рассчитывает в таких случаях бизнес, так как приводит к сопоставимому росту зарплаты. Более перспективными представляются более тонкие решения – в первую очередь в возврате таким платежам страховой (в части социального и медицинского страхования) и накопительной (в части пенсионного обеспечения) природы, а также в увеличении нагрузки только в периоды опережающего роста экономики и соответственно фонда оплаты труда. Такие решения в перспективе позволяют разделить результаты роста в доставшейся работникам части между текущим потреблением и накоплением.

В остальном результаты и рекомендации согласуются с эмпирическими представлениями, хотя и требуют развития. В частности, говоря о необходимости развития инструментария налогового стимулирования инвестиций, полагаю, следует вести речь не только об инвестициях в основной капитал, но и в человеческий тоже, влияя таким образом ещё и на фактическую ставку налога на прибыль за счёт стимулирующих такие инвестиции льгот по налогу на прибыль.

Резюмируя, хочу выразить авторам признательность за интересный и яркий материал, дающий большую пищу для размышлений и вызывающий желание обсуждать и спорить.

К сожалению, по всем этим трем параметрам Россия проигрывает своим конкурентам.

Так, эффективная (фактическая) ставка налога на прибыль у публичных компаний в большинстве развитых рынков ниже, чем в России. Невысоко оценивает бизнес и благоприятность российской налоговой системы для инвестиций. Хотя причины этого требуют отдельного анализа, вероятно, это является следствием наличия в большинстве налоговых систем специальных льгот в отношении инвестируемого капитала (например, освобождение прибыли от налога при продаже бизнеса при условии соблюдения срока владения, специальные вычеты в отношении инвестиций в НИОКР и т.п.). В России такие льготы крайне ограничены, невзирая на определённые подвижки в этой области.

В России также одна из самых высоких в мире налоговых нагрузок на фонд оплаты труда. В других странах часть таких налоговых или страховых расходов несут непосредственно работники.

Другими словами, российская налоговая система требует более точной настройки, чтобы не служить препятствием для инвестиций.

Как результаты исследования могут быть полезны российским компаниям

В нашем исследовании мы фокусировались, прежде всего, на межстрановых сравнениях для выявления взаимосвязи между оценкой стоимости компаний и отдельными макроэкономическими и оценочными показателями, характеризующими бизнес-среду конкретной страны. На основе проведённого анализа мы сформулировали несколько рекомендаций в области совершенствования государственной политики, которые могут способствовать повышению оценки стоимости российских компаний.

Но полученные результаты могут также быть полезны и на уровне отдельных компаний. Они позволяют утверждать, что усилия, как минимум, в следующих областях с большой долей вероятности будут положительно оценены потенциальными инвесторами, способствуя повышению оценки стоимости компании и росту её потенциальной капитализации:

- Качественная финансовая отчётность, составленная по признанным международным стандартам отчётности с должным уровнем раскрытия дополнительной информации.
- Прозрачные процедуры в области корпоративного управления.
- Доступ инвесторов и членов совета директоров к информации о компании.
- Прозрачное распределение прибыли между акционерами / участниками и высокая доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов.
- Развитая юридическая функция, корректный анализ юридических рисков и активное использование правовых инструментов для защиты своих прав.
- Присутствие компании на финансовом рынке – от рынка облигаций до фондового рынка; наличие кредитной и финансовой истории.
- Грамотное использование инвестиционных налоговых льгот, предоставляемых государством.

Несомненно, оценка стоимости компании зависит от большого числа факторов, которые не исчерпываются приведёнными выше направлениями. Вместе с тем, мы уверены, что шаги в этих направлениях будут неплохим началом, а затраты по их внедрению с лихвой окупятся за счёт роста капитализации компании.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

СКОЛКОВО
Московская школа управления

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. ВВП по паритету покупательной способности (ППС), млрд. долларов США		2. Средний темп прироста реального ВВП за три года, %		3. Капитализация фондового рынка, % от ВВП	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	27,21	14	1246,5	2,49	2,46	48,01	105,30	31,13
Аргентина	12,43	28	920,2	1,04	1,23	34,90	11,66	1,37
Бразилия	7,48	30	3240,3	11,36	-2,04	–	42,23	11,08
Великобритания	28,59	11	2914,0	9,91	2,02	43,32	109,72	32,53
Германия	23,82	18	4170,8	15,50	1,96	42,61	49,34	13,34
Египет	23,58	20	1201,2	2,29	4,30	67,62	10,01	0,84
Индия	52,90	3	9459,0	39,04	7,33	100,00	69,21	19,66
Индонезия	32,85	7	3242,8	11,37	4,99	75,00	45,67	12,18
Испания	25,68	17	1773,9	4,84	3,25	56,44	56,94	15,76
Италия	16,07	26	2310,9	7,23	1,09	33,40	31,24	7,59
Канада	28,23	12	1769,3	4,82	1,80	40,96	129,81	38,92
Китай	71,00	1	23159,1	100,00	6,83	94,56	65,37	18,44
Колумбия	18,53	25	714,0	0,12	2,29	46,13	36,75	9,34
Малайзия	37,64	6	930,8	1,09	5,05	75,60	121,33	36,22
Мексика	22,38	22	2458,4	7,88	2,74	50,96	33,51	8,31
Нигерия	10,03	29	1118,8	1,92	0,60	28,15	7,36	–
Нидерланды	26,77	16	916,1	1,02	2,53	48,68	103,67	30,61
ОАЭ	21,93	23	686,8	–	2,46	47,94	63,49	17,84
Пакистан	26,91	15	1057,0	1,65	4,61	70,95	32,94	8,13
Польша	23,57	21	1121,0	1,93	3,75	61,76	29,42	7,01
Российская Федерация	**15,11**	**27**	**4007,8**	**14,78**	**-0,40**	**17,49**	**48,48**	**13,07**
Саудовская Аравия	21,34	24	1773,6	4,84	1,66	39,46	69,43	19,73
США	57,61	2	19390,6	83,23	2,21	45,26	146,86	44,34
Таиланд	30,64	8	1233,7	2,43	3,40	58,03	106,37	31,47
Турция	30,08	9	2173,2	6,61	5,43	79,63	19,89	3,98
Филиппины	38,38	5	875,6	0,84	6,55	91,65	78,63	22,65
Франция	23,79	19	2835,7	9,56	1,37	36,31	87,57	25,49
Южная Африка	44,44	4	765,6	0,35	1,05	32,98	321,98	100,00
Южная Корея	28,19	13	2029,0	5,97	2,90	52,69	88,90	25,91
Япония	28,85	10	5428,8	21,10	1,33	35,97	100,12	29,48
Среднее значение	*28,53*		*3497,48*	*12,51*	*2,83*	*51,88*	*74,11*	*21,21*
Среднее значение по странам БРИКС	*38,19*		*8126,37*	*33,11*	*2,56*	*49,01*	*109,45*	*32,45*
Среднее значение по развивающимся рынкам	*28,47*		*3108,39*	*10,78*	*3,24*	*56,28*	*65,13*	*18,36*
Среднее значение по развитым рынкам	*28,66*		*4275,66*	*15,97*	*2,00*	*43,10*	*92,06*	*26,92*

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Категория В. Восприятие безопасности инвестиций

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	4. Восприятие качества применяемых в стране стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов		5. Восприятие качества защиты интересов миноритарных акционеров		6. Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды		7. Эффективность защиты прав собственности		8. Эффективность обжалования решений государственных органов		9. Эффективность судебного решения коммерческих споров	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	77,83	6	6,07	90,36	5,15	75,84	87,62%	86,81	5,80	81,83	4,04	60,38	4,69	71,73
Аргентина	7,65	30	4,01	8,06	3,50	3,32	6,12%	–	3,55	–	2,76	16,33	2,76	18,17
Бразилия	35,51	19	4,78	38,79	4,07	28,17	82,53%	81,39	4,31	27,60	2,77	16,90	2,83	20,21
Великобритания	94,47	1	6,03	88,83	5,44	88,91	100,69%	100,00	6,30	100,00	4,99	92,99	5,57	96,09
Германия	76,36	7	5,66	74,12	5,26	80,78	49,39%	46,09	5,56	73,10	5,07	95,83	5,29	88,21
Египет	27,80	23	4,37	22,38	4,06	27,96	29,85%	25,28	3,93	13,69	3,42	39,26	3,48	38,24
Индия	45,75	14	4,57	30,31	4,46	45,45	34,84%	30,60	4,36	29,38	4,39	72,53	4,49	66,21
Индонезия	54,68	13	4,63	33,02	4,49	46,68	292,11%	100,00	4,62	38,81	3,84	53,67	4,12	55,86
Испания	39,34	17	4,75	37,76	4,03	26,44	63,54%	61,16	4,65	39,97	3,18	30,81	3,54	39,91
Италия	19,44	28	4,29	19,18	3,43	–	81,49%	80,28	4,03	17,19	2,28	–	2,10	–
Канада	87,43	3	6,31	100,00	5,51	92,10	81,40%	80,18	6,03	90,19	4,66	81,72	5,00	80,36
Китай	43,72	15	4,55	29,57	4,51	47,74	34,11%	29,81	4,58	37,27	4,09	62,19	4,12	55,72
Колумбия	23,43	25	4,76	37,91	3,98	24,43	42,21%	38,45	3,88	11,93	2,64	12,43	2,66	15,45
Малайзия	71,26	9	5,47	66,59	5,20	78,12	55,17%	52,25	5,36	65,80	4,65	81,33	5,12	83,49
Мексика	34,68	20	4,84	41,11	3,98	24,34	90,87%	90,27	3,97	15,34	2,87	20,12	2,71	16,90
Нигерия	25,88	24	4,64	33,12	4,08	28,63	51,23%	48,05	3,78	8,12	2,65	12,52	3,00	24,82
Нидерланды	89,61	2	6,28	98,73	5,31	83,30	66,85%	64,69	6,21	96,83	5,17	99,14	5,53	94,96
ОАЭ	83,70	4	5,68	75,04	5,69	100,00	53,79%	50,78	5,92	86,17	4,91	90,22	5,71	100,00
Пакистан	22,47	27	3,81	–	3,59	7,16	56,07%	53,21	3,60	1,72	3,35	36,67	3,41	36,08
Польша	36,11	18	4,85	41,60	3,96	23,57	128,62%	100,00	4,07	18,72	2,56	9,41	2,95	23,37
Российская Федерация	**19,01**	**29**	**4,05**	**9,60**	**3,56**	**6,00**	**31,68%**	**27,23**	**3,59**	**1,41**	**3,15**	**29,71**	**3,55**	**40,10**
Саудовская Аравия	59,96	11	5,13	52,97	4,76	58,91	61,18%	58,65	5,05	54,61	4,05	60,65	4,77	73,99
США	82,67	5	5,81	80,26	5,50	91,55	52,89%	49,82	5,72	78,85	5,19	100,00	5,55	95,53
Таиланд	41,80	16	4,96	46,28	4,53	48,47	51,55%	48,40	4,09	19,63	3,30	35,10	4,02	52,94
Турция	23,19	26	4,33	20,97	3,88	19,76	31,48%	27,01	4,35	29,19	2,68	13,63	3,14	28,57
Филиппины	31,68	22	5,02	48,42	4,30	38,52	34,95%	30,71	4,26	25,91	3,07	27,14	2,80	19,40
Франция	67,12	10	5,73	77,05	4,86	63,28	63,15%	60,75	5,37	66,36	4,21	66,18	4,60	69,14
Южная Африка	59,55	12	5,41	63,98	4,87	63,50	70,47%	68,55	4,52	35,05	3,97	57,95	4,57	68,27
Южная Корея	33,12	21	4,69	35,23	3,67	10,63	18,33%	13,01	4,94	50,40	3,51	42,36	3,81	47,13
Япония	73,90	8	5,76	77,96	5,33	83,84	32,23%	27,81	6,07	91,69	4,53	77,11	5,17	84,99
Среднее значение	*49,64*		*5,04*	*49,31*	*4,50*	*47,25*	*64,55%*	*54,38*	*4,75*	*43,56*	*3,73*	*49,81*	*4,04*	*53,53*
Среднее значение по странам БРИКС	*40,71*		*4,67*	*34,45*	*4,29*	*38,17*	*50,73%*	*47,51*	*4,27*	*26,14*	*3,67*	*47,85*	*3,91*	*50,10*
Среднее значение по развивающимся рынкам	*39,05*		*4,73*	*36,75*	*4,26*	*36,57*	*62,86%*	*48,68*	*4,34*	*28,54*	*3,43*	*39,51*	*3,70*	*44,25*
Среднее значение по развитым рынкам	*70,82*		*5,67*	*74,43*	*4,98*	*68,60*	*67,93%*	*65,76*	*5,57*	*73,60*	*4,33*	*70,42*	*4,71*	*72,09*

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Категория С. Процентные ставки

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	10. Средняя инфляция за три года, %		11. Разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США, %	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	97,24	7	1,69	94,49	0,00	100,00
Аргентина	10,70	30	24,80	–	3,27	21,39
Бразилия	60,07	25	6,59	74,46	2,26	45,67
Великобритания	97,19	8	1,43	95,58	0,05	98,80
Германия	98,40	4	1,13	96,81	0,00	100,00
Египет	21,86	28	18,10	27,37	3,48	16,35
Индия	81,05	19	4,50	83,01	0,87	79,09
Индонезия	79,96	20	3,33	87,80	1,16	72,12
Испания	91,54	12	0,90	97,74	0,61	85,34
Италия	82,76	18	0,43	99,65	1,42	65,87
Канада	97,66	5	1,49	95,32	0,00	100,00
Китай	89,98	13	1,83	93,91	0,58	86,06
Колумбия	69,91	22	5,59	78,53	1,61	61,30
Малайзия	87,01	16	2,64	90,60	0,69	83,41
Мексика	74,83	21	4,07	84,76	1,46	64,90
Нигерия	21,20	29	14,43	42,40	4,16	–
Нидерланды	98,99	1	0,84	97,98	0,00	100,00
ОАЭ	88,97	14	2,39	91,64	0,57	86,30
Пакистан	53,19	26	3,43	87,40	3,37	18,99
Польша	92,95	11	0,79	98,16	0,51	87,74
Российская Федерация	**67,00**	**23**	**6,84**	**73,42**	**1,64**	**60,58**
Саудовская Аравия	85,95	17	0,52	99,30	1,14	72,60
США	97,28	6	1,67	94,57	0,00	100,00
Таиланд	94,23	9	0,34	100,00	0,48	88,46
Турция	53,02	27	9,74	61,56	2,31	44,47
Филиппины	87,15	15	2,45	91,37	0,71	82,93
Франция	98,88	2	0,72	98,48	0,03	99,28
Южная Африка	62,27	24	5,57	78,63	2,25	45,91
Южная Корея	93,22	10	1,31	96,06	0,40	90,38
Япония	98,87	3	0,37	99,91	0,09	97,84
Среднее значение	*77,78*		*4,33*	*83,70*	*1,17*	*71,86*
Среднее значение по странам БРИКС	*72,07*		*5,07*	*80,68*	*1,52*	*63,46*
Среднее значение по развивающимся рынкам	*68,73*		*5,96*	*77,02*	*1,65*	*60,43*
Среднее значение по развитым рынкам	*95,88*		*1,07*	*97,05*	*0,22*	*94,71*

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Категория D. Доступность капитала

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	12. Степень развития финансового рынка и доступности финансовых услуг		13. Ликвидность фондового рынка, оборот в % от ВВП		14. Доля акций в свободном обращении, находящаяся во владении институциональных инвесторов, %		15. Уровень присутствия компаний с иностранным капиталом на внутреннем рынке		16. Приток прямых иностранных инвестиций, млрд. долларов США	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	45,16	6	5,45	89,76	65,99	29,10	16,41	18,60	5,51	77,01	36,00	11,35
Аргентина	10,22	27	3,10	1,94	0,80	0,19	12,98	11,71	4,37	35,33	7,52	1,92
Бразилия	26,89	17	3,70	24,24	31,24	13,69	30,04	46,00	4,21	29,47	65,34	21,07
Великобритания	68,86	2	5,03	73,84	77,97	34,41	56,92	100,00	6,14	100,00	110,55	36,04
Германия	36,56	9	5,03	74,08	32,32	14,17	20,53	26,87	5,13	63,07	15,60	4,60
Египет	9,17	29	3,89	31,23	3,03	1,18	7,15	–	3,72	11,83	6,55	1,60
Индия	26,09	18	4,37	49,39	34,99	15,35	12,81	11,36	4,53	41,34	41,04	13,02
Индонезия	24,01	21	4,50	54,25	9,70	4,13	13,70	13,16	4,62	44,53	13,70	3,97
Испания	31,09	14	4,01	35,67	47,48	20,89	21,38	28,60	5,17	64,65	18,74	5,64
Италия	16,11	24	3,05	–	95,54	42,20	14,80	15,38	3,83	15,63	23,84	7,32
Канада	46,22	5	5,44	89,14	75,10	33,14	16,81	19,40	5,46	75,14	44,77	14,25
Китай	42,13	8	4,23	44,01	163,36	72,27	12,87	11,49	4,48	39,55	132,60	43,34
Колумбия	24,76	20	4,64	59,22	5,02	2,06	19,07	23,94	4,35	34,54	13,83	4,01
Малайзия	33,29	11	4,96	71,17	33,14	14,53	15,38	16,54	5,08	61,27	10,64	2,95
Мексика	31,84	13	4,51	54,43	10,69	4,57	17,50	20,79	5,33	70,34	29,14	9,08
Нигерия	14,91	26	3,70	24,29	0,37	–	7,91	1,52	4,72	47,98	4,07	0,78
Нидерланды	47,14	3	4,63	58,94	54,13	23,84	37,42	60,83	5,29	69,04	71,34	23,05
ОАЭ	31,97	12	4,76	63,91	13,92	6,01	10,48	6,68	5,61	80,68	9,53	2,59
Пакистан	9,78	28	3,64	22,17	9,87	4,21	10,89	7,51	3,81	15,02	1,72	–
Польша	28,63	16	4,17	41,85	9,68	4,13	25,76	37,39	4,94	56,01	13,03	3,75
Российская Федерация	**7,45**	**30**	**3,45**	**14,81**	**10,88**	**4,66**	**11,97**	**9,68**	**3,40**	**–**	**26,23**	**8,11**
Саудовская Аравия	16,27	23	4,16	41,35	47,40	20,85	7,33	0,37	3,86	16,73	7,87	2,04
США	91,09	1	5,73	100,00	225,89	100,00	47,93	81,94	5,42	73,52	303,70	100,00
Таиланд	28,80	15	4,44	51,87	79,85	35,24	10,25	6,22	4,77	49,90	4,02	0,76
Турция	15,09	25	3,82	28,72	32,63	14,30	9,02	3,75	4,08	24,63	13,90	4,03
Филиппины	17,68	22	4,19	42,44	11,76	5,05	10,58	6,89	4,29	32,52	6,20	1,48
Франция	35,56	10	4,53	55,27	41,01	18,02	17,91	21,62	5,45	74,84	26,00	8,04
Южная Африка	46,36	4	4,35	48,73	136,21	60,23	41,01	68,03	4,89	54,30	3,26	0,51
Южная Корея	25,65	19	3,90	31,78	113,44	50,13	11,95	9,65	4,35	34,56	8,07	2,10
Япония	42,34	7	4,89	68,60	105,68	46,69	17,15	20,08	5,45	74,71	6,58	1,61
Среднее значение	*31,04*		*4,34*	*48,24*	*52,64*	*23,17*	*18,9*	*23,53*	*4,74*	*48,94*	*35,85*	*11,30*
Среднее значение по странам БРИКС	*29,79*		*4,02*	*36,23*	*75,33*	*33,24*	*21,7*	*29,31*	*4,30*	*32,93*	*53,69*	*17,21*
Среднее значение по развивающимся рынкам	*23,55*		*4,12*	*40,09*	*37,90*	*16,64*	*14,9*	*15,63*	*4,47*	*39,03*	*20,91*	*6,36*
Среднее значение по развитым рынкам	*46,01*		*4,78*	*64,53*	*82,11*	*36,24*	*26,7*	*39,33*	*5,29*	*68,76*	*65,71*	*21,19*

СКОЛКОВО
Московская школа управления

Категория E. Инвестиционная ориентированность налоговой системы

Страна	Промежуточный индекс по категории	Рейтинг в рамках категории	17. Средняя фактическая ставка налога на прибыль у публичных компаний, %		18. Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда, %		19. Благоприятность налоговой системы для инвестиций	
			Значение	Индекс	Значение	Индекс	Значение	Индекс
Австралия	59,15	13	7,78	78,48	21,1	63,69	3,33	35,27
Аргентина	24,11	29	23,40	19,53	29,3	46,28	2,10	6,52
Бразилия	26,10	28	13,96	55,16	40,2	23,14	1,82	–
Великобритания	72,90	5	10,66	67,62	10,9	85,35	4,63	65,73
Германия	59,13	14	15,37	49,82	21,4	63,06	4,58	64,52
Египет	45,69	20	17,28	42,64	27,3	50,53	3,70	43,91
Индия	57,42	16	16,96	43,83	20,5	64,97	4,53	63,45
Индонезия	59,41	12	18,20	39,15	11,5	84,08	4,17	54,99
Испания	40,51	21	14,95	51,42	35,6	32,91	3,41	37,22
Италия	30,47	27	20,99	28,61	23,2	59,24	1,97	3,57
Канада	74,48	3	3,98	92,83	12,9	81,10	3,94	49,50
Китай	38,43	24	15,82	48,12	48,1	6,37	4,42	60,80
Колумбия	33,95	26	24,15	16,71	18,6	69,00	2,51	16,13
Малайзия	61,40	9	16,59	45,23	16,4	73,67	4,61	65,29
Мексика	38,79	23	21,96	24,96	25,6	54,14	3,41	37,27
Нигерия	61,55	8	14,99	51,26	13,5	79,83	4,11	53,55
Нидерланды	65,19	7	14,49	53,15	19,8	66,45	5,07	75,97
ОАЭ	92,85	1	2,08	100,00	14,1	78,56	6,10	100,00
Пакистан	53,23	18	16,82	44,37	14,5	77,71	3,43	37,62
Польша	50,95	19	11,70	63,67	25	55,41	3,26	33,76
Российская Федерация	**37,74**	**25**	**15,31**	**50,06**	**36,3**	**31,42**	**3,18**	**31,73**
Саудовская Аравия	73,34	4	6,94	81,64	13,5	79,83	4,32	58,56
США	74,62	2	10,48	68,30	9,8	87,69	4,72	67,88
Таиланд	69,98	6	12,99	58,81	5,4	97,03	4,13	54,09
Турция	58,71	15	10,32	68,90	19,9	66,24	3,57	41,01
Филиппины	56,88	17	17,44	42,01	8,7	90,02	3,47	38,60
Франция	23,95	30	15,15	50,65	51,1	–	2,73	21,21
Южная Африка	60,31	11	19,02	36,05	4	100,00	3,74	44,89
Южная Корея	60,95	10	14,55	52,91	13,5	79,83	3,96	50,11
Япония	40,05	22	28,57	–	18,5	69,21	4,00	50,93
Среднее значение	*53,41*		*15,1*	*50,86*	*21,01*	*63,89*	*3,76*	*45,47*
Среднее значение по странам БРИКС	*44,00*		*16,2*	*46,64*	*29,82*	*45,18*	*3,54*	*40,18*
Среднее значение по развивающимся рынкам	*53,09*		*15,5*	*49,25*	*20,30*	*65,40*	*3,73*	*44,61*
Среднее значение по развитым рынкам	*54,05*		*14,2*	*54,09*	*22,43*	*60,87*	*3,84*	*47,18*

СКОЛКОВО
Московская школа управления

СКОЛКОВО
Московская школа управления

ПРИЛОЖЕНИЕ 2. ИСТОЧНИКИ ДАННЫХ И ОБОСНОВАНИЕ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ ИНДИКАТОРОВ, ВХОДЯЩИХ В ИНДЕКС

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
A. Макроэкономические показатели		
1. ВВП по паритету покупательной способности (ППС)	В млрд. долларов США. Значения за 2017 г. Источник данных: International Monetary Fund, World Economic Outlook (April 2018)	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и P/BV[16] по данным 2015-2017 гг. составил от 0,21 до 0,42. Любопытно, что схожая корреляция наблюдалась с размером населения страны, при том, что устойчивой корреляции с ВВП на душу населения не наблюдалось. Это даёт основания утверждать, что инвесторы больше ценят потенциал рынка, чем текущую покупательную способность потребителей на этом рынке.
2. Средний темп прироста реального ВВП за три года	%, средний показатель за 2015-2017 гг. согласно расчётам инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Источник первичных данных: International Monetary Fund, World Economic Outlook (April 2018)	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2017 гг. составил от 0,19 до 0,46. Примеры исследований, поддерживающих использование показателя: White (2000)[17], Shamsuddin, Hillier (2004)[18]
3. Капитализация фондового рынка	В % от ВВП по состоянию на 2016 г. или за последний доступный год. Источник данных: Market capitalization (as % of GDP), World Bank	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2017 гг. составил от 0,22 до 0,62.
B. Качество среды для корпоративного управления в стране		
4. Восприятие качества применяемых в стране стандартов финансовой отчётности и аудиторских стандартов	Показатель «Strength of auditing and reporting standards» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране насколько качественны (сильны) стандарты финансовой отчетности и аудита?». 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 2015-2017 гг. составил от 0,25 до 0,57. Пример исследований, поддерживающих использование показателя: Williams, Park (2013)[19]
5. Восприятие качества защиты интересов миноритарных акционеров	Показатель «Protection of minority shareholders' interests» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране насколько правовая система защищает интересы миноритарных акционеров?». 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 2015-2017 гг. составил от 0,37 до 0,61. Пример исследований, поддерживающих использование показателя: Williams, Park (2013)

16 По большинству показателей корреляция с мультипликатором P/E оказалась нестабильной, что может объясняться его зависимостью от соотношения заёмного и акционерного капитала, которое может значительно варьироваться как от компании к компании, так и от страны к стране.
17 *White C.B. (2000), What P/E will the US Stock Market Support? Financial Analysts Journal, 56(6)*
18 *Shamsuddin A.F, Hillier J.R. (2004), Fundamental Determinants of the Australian Price-Earnings Multiple. Pacific Basin Finance Journal, 12(5)*
19 *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*

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
6. Доля прибыли публичных компаний, направляемая на дивиденды	%, средний показатель за 2015-2017 гг. или за последний доступный год согласно расчётам инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Источник первичных данных: Bloomberg	Уровень корреляции данного показателя со страновым мультипликатором EV/EBITDA по данным 2015-2017 гг. составил от 0,13 до 0,27. Для целей расчёта индекса максимальное значение было принято равным 100%. Значение индекса для стран, в которых показатель превышал 100%, было принято равным 100. Пример исследований, поддерживающих использование показателя: Deaves, Miu, White (2008)[20]
7. Эффективность защиты прав собственности	Показатель «Property rights» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране, насколько защищены права собственности на имущество, включая финансовые активы?». 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 2015-2017 гг. составил от 0,14 до 0,44.
8. Эффективность обжалования решений государственных органов	Показатель «Efficiency of legal framework in challenging regulations» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране, насколько 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 2015-2017 гг. составил от 0,24 до 0,48.
9. Эффективность судебного решения коммерческих споров	Показатель «Efficiency of legal framework in settling disputes» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране, насколько эффективно урегулировать 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 2015-2017 гг. составил от 0,26 до 0,46.

20 *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
C. Процентные ставки		
10. Средняя инфляция за три года	%, средний показатель за 2015-2017 гг. или последний доступный год согласно расчётам Центра управления благосостоянием и филантропии СКОЛКОВО, за исключением Аргентины, в отношении которой приведены данные за 2017 г. Источник первичных данных: International Monetary Fund, World Economic Outlook (April 2018)	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и P/BV по данным 2015-2017 гг. в отдельные годы достигал -0,28 и -0,20 соответственно (обратная зависимость).
11. Разница в стоимости страховки от дефолта по суверенным облигациям (Credit Default Spread – CDS) относительно уровня аналогичного показателя США	%, показатель на конец 2017 г. Источник данных: Aswath Damodaran http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html. Для ОАЭ указан расчётный спред на базе кредитного рейтинга.	Уровень корреляции данного показателя со страновым мультипликатором EV/EBITDA по данным 2017 г. составил -0,39 (обратная зависимость).
D. Доступность капитала		
12. Степень развития финансового рынка и доступности финансовых услуг	Показатель «Financial Market Development» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе комбинации объективных данных и опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по следующим аспектам: наличие предложения финансовых услуг, ценовая доступность финансовых услуг, возможности финансирования через фондовый рынок, доступ к заёмному финансированию, доступ к венчурному финансированию, финансовая устойчивость банковской системы, регулирование фондовых бирж, индекс юридической защищённости прав заёмщиков и кредиторов.	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2017 гг. составил от 0,35 до 0,57.
13. Ликвидность фондового рынка	Оборот в % от ВВП, по состоянию на 2016 г. или за последний доступный год. Источник данных: Stocks traded total value (as % of GDP), World Bank	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и P/BV по данным 2015-2017 гг. составил от 0,15 до 0,35.
14. Доля акций в свободном обращении, находящаяся во владении институциональных инвесторов	%, средний показатель за 2015-2017 гг. согласно расчётам инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Источник первичных данных: Aswath Damodaran http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и P/BV по данным 2015-2017 гг. составил от 0,18 до 0,44.
15. Уровень присутствия компаний с иностранным капиталом на внутреннем рынке	Показатель «Prevalence of foreign ownership» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране, насколько распространено иностранное владение (участие) в компаниях?». 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 2015-2017 гг. составил от 0,11 до 0,52.

Показатель	Источник данных	Дополнительные комментарии
16. Приток прямых иностранных инвестиций	В млрд. долларов США, средний показатель за 2014-2016 гг. согласно расчётам инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Источник первичных данных: FDI Inflow, UNCTAD World Investment Report 2017	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и P/BV по данным 2015-2017 гг. составил от 0,33 до 0,46.
E. Инвестиционная ориентированность налоговой системы		
17. Средняя фактическая ставка налога на прибыль у публичных компаний	%, средний показатель за 2015-2017 гг. согласно расчётам инвестиционной группы UCP и Центра управления благосостоянием и филантропии Московской школы управления СКОЛКОВО. Источник первичных данных: Aswath Damodaran http://people.stern.nyu.edu/adamodar/New_Home_Page/data.html	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA и EV/S по данным 2015-2017 гг. составил от –0,20 до –0,46 (обратная зависимость).
18. Налоговая нагрузка на фонд оплаты труда	%, Показатель «Paying Taxes – Labor tax and contributions (% of commercial profit)» из отчета Doing Business 2018, подготовленного Всемирным банком (World Bank)	Уровень корреляции данного показателя со страновыми мультипликаторами EV/EBITDA, P/BV и EV/S по данным 2015-2017 гг. составил от –0,18 до –0,40 (обратная зависимость).
19. Благоприятность налоговой системы для инвестиций	Показатель «Effect of taxation on incentives to invest» из отчета The Global Competitiveness Report 2017-2018, подготовленного Всемирным экономическим форумом (World Economic Forum) на базе опроса бизнесменов и менеджеров, работающих в соответствующих странах, по вопросу «В вашей стране, насколько налоги негативно влияют на желание инвестировать?». 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 2015-2017 гг. составил от 0,27 до 0,57.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

ПРИЛОЖЕНИЕ 3. МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ ОЦЕНКИ КОМПАНИЙ

Страна	Мультипликатор акционерной стоимости к чистой прибыли (P/E)	Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю прибыли без учета амортизации, расходов по процентам и налогам (EBITDA) (EV/EBITDA)	Мультипликатор акционерной стоимости к показателю балансовой стоимости активов (P/BV)	Мультипликатор стоимости бизнеса к показателю выручки (EV/S)
Австралия	17,78	11,94	2,05	2,78
Аргентина	17,49	8,27	2,03	1,47
Бразилия	19,12	8,91	1,78	1,93
Великобритания	14,28	9,46	1,88	1,50
Германия	14,85	7,23	1,80	1,13
Египет	16,55	8,33	1,95	2,63
Индия	22,56	12,75	3,16	3,08
Индонезия	22,48	12,23	2,51	2,80
Испания	14,71	8,96	1,48	2,07
Италия	11,60	6,41	1,17	1,20
Канада	18,61	12,07	1,90	2,79
Китай	16,08	12,59	1,76	1,74
Колумбия	16,49	8,67	1,29	2,15
Малайзия	16,88	9,81	1,77	3,29
Мексика	21,26	9,28	2,53	2,06
Нигерия	13,96	9,35	1,71	1,75
Нидерланды	16,10	10,96	1,89	1,65
ОАЭ	11,03	9,69	1,49	4,05
Пакистан	9,00	6,36	1,47	1,25
Польша	12,17	10,78	1,34	2,52
Российская Федерация	**7,43**	**4,65**	**0,79**	**1,20**
Саудовская Аравия	16,11	12,89	1,60	3,93
США	21,68	13,22	3,27	2,54
Таиланд	17,63	11,38	2,03	2,03
Турция	9,14	7,86	1,36	1,42
Филиппины	22,19	13,07	2,48	3,43
Франция	16,50	9,36	1,52	1,30
Южная Африка	16,65	11,56	2,16	2,62
Южная Корея	12,85	7,33	1,06	0,99
Япония	16,72	9,43	1,82	1,32
Среднее значение	*16,00*	*9,83*	*1,83*	*2,15*
Среднее значение по странам БРИКС	*16,37*	*10,09*	*1,93*	*2,12*
Среднее значение по развивающимся рынкам	*15,85*	*9,79*	*1,81*	*2,32*
Среднее значение по развитым рынкам	*16,28*	*9,91*	*1,88*	*1,83*

Источник данных: Bloomberg, по состоянию на 31 декабря 2017 г.

СКОЛКОВО
Московская школа управления

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