

Оценка стоимости компаний на основе модели Ольсона на примере развитых рынков Европы

Научный руководитель – Берзон Николай Иосифович

Хасанов Адиль

Аспирант

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики», Факультет экономических наук, Москва, Россия

E-mail: adil_khassanov@mail.ru

Наиболее глубоко изученными подходами к определению справедливой стоимости являются доходный, затратный и сравнительный. Однако каждый из перечисленных способов обладает рядом недостатков, в частности, результаты оценки зачастую требуют ручных корректировок и полагаются на субъективное экспертное мнение.

В данном контексте автором за основу исследования взята альтернативная модель оценки стоимости компании, предложенная в 1995 году Джеймсом Ольсоном [7]. Модель Ольсона в общем виде представляет собой эконометрическую модель, которая объясняет зависимость рыночных котировок от показателей финансовых отчетностей и параметра «другой» информации. С момента публикации научной работы модель была апробирована на реальных экономических данных более чем 30 развитых и развивающихся рынков мира, что свидетельствует о наличии высокой степени академического интереса. Период проанализированных публикаций по развитым рынкам охватывает интервал с 1999 по 2018 годы [1, 2, 3, 4, 5, 6, 8].

Цель данного исследования заключается в проведении сравнительного анализа способности модели Ольсона оценить стоимость компаний на развитых рынках Европы.

Достижение обозначенной цели в настоящем исследовании потребовало решения следующих задач:

1. Выявления и описания сущности экономической модели Ольсона;
2. изложения результатов эмпирических исследований, которые были проведены на основе данных развитых стран и методологически базировались на положениях модели Ольсона;
3. тестирования значимости модели Ольсона для развитых стран Европы на основе доступной информации.

Научная новизна данного исследования заключается в том, что представляет собой первую эмпирическую работу, в которой одновременно тестируется значимость модели Ольсона на развитых рынках Европы для региона в целом и в разрезе стран.

В качестве источников финансовых и рыночных показателей (чистой прибыли, балансовой стоимости, количества акций в обращении, рыночных котировок) служат данные, доступные в базе Compustat. Параметр «другой информации» аппроксимируется через показатель прогнозируемой чистой прибыли компаний, рассчитываемый как среднее арифметическое прогнозов аналитиков для отдельной компании за финансовый год и взятый из системы I/B/E/S. В вопросе фильтрации компаний данный параметр выступает лимитирующим фактором. Диапазон наблюдений охватывает период с 2010 по 2016 годы, что для целей анализа сбалансированной панели данных в совокупности образует 4781 точек наблюдений.

В работе тестируется модель Ольсона для компаний из следующих развитых стран Европы: Великобритании, Франции, Германии, Италии, Швеции, Финляндии, Нидерландов, Испании, Бельгии, Норвегии, Дании, Австрии, Ирландии, Греции, Португалии, Словении,

Эстонии, Чехии и Литвы. Эмпирическое тестирование производится с помощью анализа панельных данных, а именно сопоставления оценок, полученных в сквозной регрессии, модели с детерминированными (фиксированными) эффектами и модели со случайными эффектами за семь последовательных лет.

Эмпирические результаты демонстрируют состоятельность модели Ольсона для региона развитых стран Европы. Наиболее оптимальной оказалась модель с фиксированными эффектами, при этом коэффициент детерминации составляет 17,50%, а все оценки коэффициентов при регрессорах значимы на уровне $p < 0,001$. На рынке Великобритании в модели с фиксированными эффектами коэффициент детерминации равен 18,82%. Оценки коэффициентов при балансовой стоимости и аномальной прибыли значимы на уровне $p < 0,001$. Для французских компаний коэффициент детерминации в модели Ольсона составляет 24,38%, оценка коэффициентов при балансовой стоимости и параметре «другой информации» значима на уровне $p < 0,001$. В то же время на данных фондового рынка Италии наиболее оптимальной оказалась модель со случайными эффектами. Значение коэффициента Вальда составляет 123,91. Оценки коэффициентов при балансовой стоимости и аномальной прибыли значимы на уровне $p < 0,001$, а при параметре «другой информации» - на уровне $p < 0,01$.

Для общей выборки региона развитых рынков Европы оптимален выбор котировок за третий месяц (аналогично и для Великобритании). Для рынков Франции и Италии данные за четвертый месяц продемонстрировали наибольшую взаимосвязь между котировками акций и объясняющими переменными.

Динамика котировок акций ожидаемо сонаправлена изменению балансовой стоимости, аномальной прибыли и параметру «другой информации». Полученные результаты модели сопоставимы со статьями, объектами в которых выступают развитые рынки Северной Америки и Азии.

Источники и литература

- 1) Dechow P., Hutton A., Sloan R. An empirical assessment of the residual income valuation model // *Journal of Accounting and Economics*. 1999. Vol. 26. Issues 1-3. P. 1-34.
- 2) Easterday K., Sen P., Stephan J. Another specification of Ohlson's "other information" term for the earnings/returns association: theory and some evidence // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2011. Vol. 38. Issue 9-10. P. 1123-1155.
- 3) Gregory A., Saleh W., Tucker J. A UK test of an inflation-adjusted Ohlson model // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2005. Vol. 32. Issue 3-4. P. 487-534.
- 4) Klimczak K., Szafranski G. Coincident and forecast relevance of accounting numbers // *Accounting Research Journal*. 2013. Vol. 26. Issue 3. P. 239-255.
- 5) Kouki A. IFRS and value relevance: A comparison approach before and after IFRS conversion in the European countries // *Journal of Applied Accounting Research*. 2018. Vol. 19. Issue 1. P. 60-80.
- 6) Kwon G. Comparative value relevance of accounting information among Asian countries: Focusing on Korea, Japan, and China // *Managerial Finance*. 2018. Vol. 44. Issue 2. P. 110-126.
- 7) Ohlson J. Earnings, book values and dividends in equity valuation // *Contemporary Accounting Research*. 1995. Vol. 11 (2). P. 661-687.
- 8) Okafor O., Anderson M., Warsame H. IFRS and value relevance: evidence based on Canadian adoption // *International Journal of Managerial Finance*. 2016. Vol. 12. Issue 2. P. 136-160.