

Интернет-журнал «Наукоедение» ISSN 2223-5167 <http://naukovedenie.ru/>

Том 8, №6 (2016) <http://naukovedenie.ru/vol8-6.php>

URL статьи: <http://naukovedenie.ru/PDF/157EVN616.pdf>

Статья опубликована 31.01.2017

**Ссылка для цитирования этой статьи:**

Беликова Е.Р. Использование показателя фундаментальной стоимости активов в стоимостно-ориентированном управлении телекоммуникационных компаний // Интернет-журнал «НАУКОВЕДЕНИЕ» Том 8, №6 (2016) <http://naukovedenie.ru/PDF/157EVN616.pdf> (доступ свободный). Загл. с экрана. Яз. рус., англ.

**УДК 33**

**Беликова Елена Роиновна**

ФГОБУ ВПО «Финансовый университет при правительстве Российской Федерации», Россия, Москва<sup>1</sup>

Аспирант кафедры «Корпоративные финансы»

E-mail: [kelenar@mail.ru](mailto:kelenar@mail.ru)

РИНЦ: [http://elibrary.ru/author\\_items.asp?id=875973](http://elibrary.ru/author_items.asp?id=875973)

## **Использование показателя фундаментальной стоимости активов в стоимостно-ориентированном управлении телекоммуникационных компаний**

**Аннотация.** Концепция стоимостно-ориентированного управления на сегодняшний день получила широкое распространение в теории и практики корпоративных финансов. Определение и поиск факторов, влияющих на стоимость компаний является его неотъемлемой частью. Одним из таких факторов являются нематериальные активы, особенно это актуально для компаний высокотехнологичных отраслей - таких, как телекоммуникационная. Ключевым шагом на пути к эффективному управлению нематериальными активами должна стать их правильная оценка. В статье рассмотрен один из методов такой оценки - модель остаточной операционной прибыли, которая позволяет оценивать фундаментальную стоимость активов. С помощью данной модели в работе рассчитана фундаментальная стоимость нематериальных активов восьми российских телекоммуникационных компаний. Положительная оценка стоимости нематериальных активов самых доходных компаний отрасли значительно превысила бухгалтерскую стоимость, и был сделан вывод о том, что это вызвано неверной оценкой этих активов в отчетности. Автором была представлена собственная трактовка фундаментальной стоимости активов - как стоимости уникальных активов, которых нет у других компаний отрасли, - а также предложен альтернативный способ расчета показателя. В работе была рассмотрена применимость этого показателя в моделях стоимостно-ориентированного управления. С помощью корреляционно-регрессионного анализа были построены экономико-математические модели взаимосвязи фундаментальной стоимости с показателем q-Тобина, а затем показателем прироста стоимости компании сверх рынка. Именно на последний показатель оказывает влияние фундаментальная стоимость нематериальных активов. Построенные автором модели могут быть использованы для управления нематериальными активами в моделях стоимостно-ориентированного управления компаниями.

**Ключевые слова:** нематериальные активы; методы оценки; фундаментальная стоимость; остаточная операционная прибыль; стоимостно-ориентированное управление;

---

<sup>1</sup> 125993, Москва, Ленинградский проспект, 49

корпоративные финансы; корреляционно-регрессионный анализ; экономико-математическое моделирование; телекоммуникационная отрасль

Основная позиция управления нематериальными активами связана с определением их стоимости. Нужно не только определить первоначальную стоимость активов, но и постоянно оценивать их состояние в конкретный период времени в стоимостном измерении: если стоимость актива в процессе его использования в компании повышается, процесс управления выстроен правильно.

На сегодняшний день существует множество методов оценки нематериальных активов, и их можно сгруппировать следующим образом:

1) Затратный подход, часто называемый подходом амортизированных затрат замещения, определяет стоимость нематериального актива путем расчета затрат его замещения активом со схожими или идентичными сервисными характеристиками. Иногда в составе затрат замещения целесообразно рассмотреть издержки упущенных возможностей, связанные с таким замещением. Данный подход используется для нематериальных активов, которые не имеют идентифицируемых потоков доходов или иных экономических выгод.

2) Сравнительный или рыночный подход. Методы оценки, применяемые в рамках сравнительного подхода, определяют стоимость нематериального актива, обращаясь к рыночной активности, например, цене сделок, ценам спроса и предложения схожих и идентичных активов. Примером применения сравнительного подхода является метод рыночных сделок, с помощью которого определяется стоимость актива, основанная на ценах сделок или ценовых мультипликаторах, присущих ценам сделок с идентичными или схожими объектами. Существуют различные особенности, затрудняющие использование данного метода. Очень часто существует дефицит или полное отсутствие ценовой информации по сделкам с идентичными или схожими объектами. В случаях, когда ценовая информация по сделкам доступна, могут существовать сложности с определением корректировок к ценам или рыночным мультипликаторам, отражающим различия между оцениваемыми объектом и активами, задействованными в рыночных сделках. На практике данные корректировки могут быть определены лишь на качественном, а не на количественном уровне.

3) Доходный подход. Методы оценки доходного подхода определяют стоимость нематериального актива, основываясь на приведенной стоимости доходов, денежных потоков или экономий на издержках, которые могут быть получены в действительности или гипотетически участником рынка, владеющим активом. В дополнение к капитализации доходов, денежных потоков или экономий на издержках, также бывает целесообразно учитывать любые налоговые льготы, получаемые от амортизации капитализированного актива. Такая корректировка отражает тот факт, что доходы, получаемые от актива, включают не только доходы от его прямого использования, но и сокращение налогов, уплачиваемых собственником актива. Этот подход универсален в применении и позволяет отслеживать динамику стоимостного изменения нематериальных активов.

4) Подход, основанный на создании системы показателей. Сначала определяются различные составляющие или факторы нематериальных активов, а затем разрабатываются индексы и ключевые показатели эффективности, которые будут представлены в виде системы. К таким методам относится Сбалансированная система показателей, Навигатор Скандия, и другие. Они не предполагают денежную оценку нематериальных активов и, кроме того, перечень показателей для каждой компании разрабатывается отдельно и является уникальным, поэтому такие методы не могут быть использованы для оценки нематериальных активов

компаниями внешними заинтересованными лицами, и не позволяют сравнивать компании друг с другом.

Таким образом, наиболее универсальным является доходный подход - он позволяет оценивать любые виды нематериальных активов, при этом даже не обладая инсайдерской информацией, и делает возможным сравнение различных компаний.

Одним из методов доходного подхода к оценке нематериальных активов является модель остаточной операционной прибыли, предложенная Т.А. Гараниной и Д.Л. Волковым.

Основой данного метода является предположение о том, что стоимость уникальных нематериальных активов компании представляет собой разницу между ценностью компании, определяемой в свою очередь балансовой стоимостью всех активов компании и дисконтированным потоком остаточной операционной прибыли, и ценностью имеющихся материальных активов, определяемой балансовой стоимостью этих активов и дисконтированным потоком остаточной прибыли, получаемой по среднеотраслевой норме доходности [1].

В общем виде модель остаточной операционной прибыли (residual operating income-REOI) Т.А. Гараниной и Д.Л. Волкова может быть представлена следующим образом.

$$V_E^{REOI} = E_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{REOI_j}{(1+k_w)^j} = \left[ NA_0^{BV} + \sum_{j=1}^{\infty} \frac{REOI_j}{(1+k_w)^j} \right] - D_0, \quad (1)$$

где:  $V_E^{REOI}$  - фундаментальная стоимость собственного капитала по модели остаточной операционной прибыли;

$E_0^{BV}$ ,  $NA_0^{BV}$ ,  $D_0$  - балансовая стоимость на момент оценивания собственного капитала, чистых активов и долга соответственно;

$REOI_j$  - остаточная операционная прибыль в j-ом году;

$k_w$  - средневзвешенные затраты на капитал (WACC).

Основные допущения, которые необходимы для получения фундаментальной оценки материальных и нематериальных активов с использованием модели остаточной операционной прибыли:

1. Компании, принадлежащие к одной отрасли, характеризуются приблизительно одинаковой структурой активов. При этом можно предположить, что одна денежная единица, вложенная в материальные активы, должна давать по всем компаниям отрасли одинаковую отдачу.
2. Внутриотраслевые различия в доходности компаний объясняются исключительно уникальными нематериальными активами каждой из компаний.

Если принять указанные гипотезы, то это означает, что:

- доходность, которую дают материальные активы, одинакова по всем компаниям отрасли и равна среднеотраслевой доходности.
- доходность, которую дают нематериальные активы, есть разница между фактической доходностью компании и среднеотраслевой доходностью.

Таким образом остаточная прибыль, генерируемая по отдельности материальными активами и нематериальными активами, имеет вид:

$$REOI_I = NA^{BV} * (RONA - RONA_{IAVG}) \quad (2)$$

$$REOI_T = NA^{BV} * (RONA_{IAVG} - WACC) \quad (3)$$

где  $RONA_{IAVG}$  - (industry average return on net assets) - среднеотраслевая рентабельность чистых активов.

Фундаментальная стоимость активов компании раскладывается на фундаментальную стоимость материальных ( $V_T$ ) и нематериальных активов ( $V_I$ ).

$$V_T^{REOI} = \left[ NA_0^{BV} + \frac{NA^{BV} * (RONA_{IAVG} - WACC)}{WACC} \right] = NA_0^{BV} * \left[ 1 + \frac{RONA_{IAVG} - WACC}{WACC} \right] = NA_0^{BV} * \frac{RONA_{IAVG}}{WACC} \quad (4)$$

$$V_I^{REOI} = \frac{REOI_I}{WACC} = NA_0^{BV} * \frac{RONA - RONA_{IAVG}}{WACC} \quad (5)$$

Рассчитаем фундаментальную стоимость активов для компаний телекоммуникационной отрасли. Эта отрасль является одной из немногих, в которой нематериальные активы являются значимым фактором конкурентоспособности компаний и их рыночной стоимости [2].

В качестве эмпирической базы исследования будут выступать семь компаний, занимающих почти 80% российского телекоммуникационного рынка:

- 1) ПАО «Таттелеком»;
- 2) ПАО «Ростелеком»;
- 3) ПАО «Московская городская телефонная сеть» (МГТС);
- 4) ПАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС);
- 5) ПАО «Мегафон»;
- 6) ПАО «Вымпелком»;
- 7) ПАО «Башинформсвязь».

Ключевым показателем, который определяет размер фундаментальной стоимости активов компании, является рентабельность чистых активов. Расчетные данные этого показателя представлены в таблице 1.

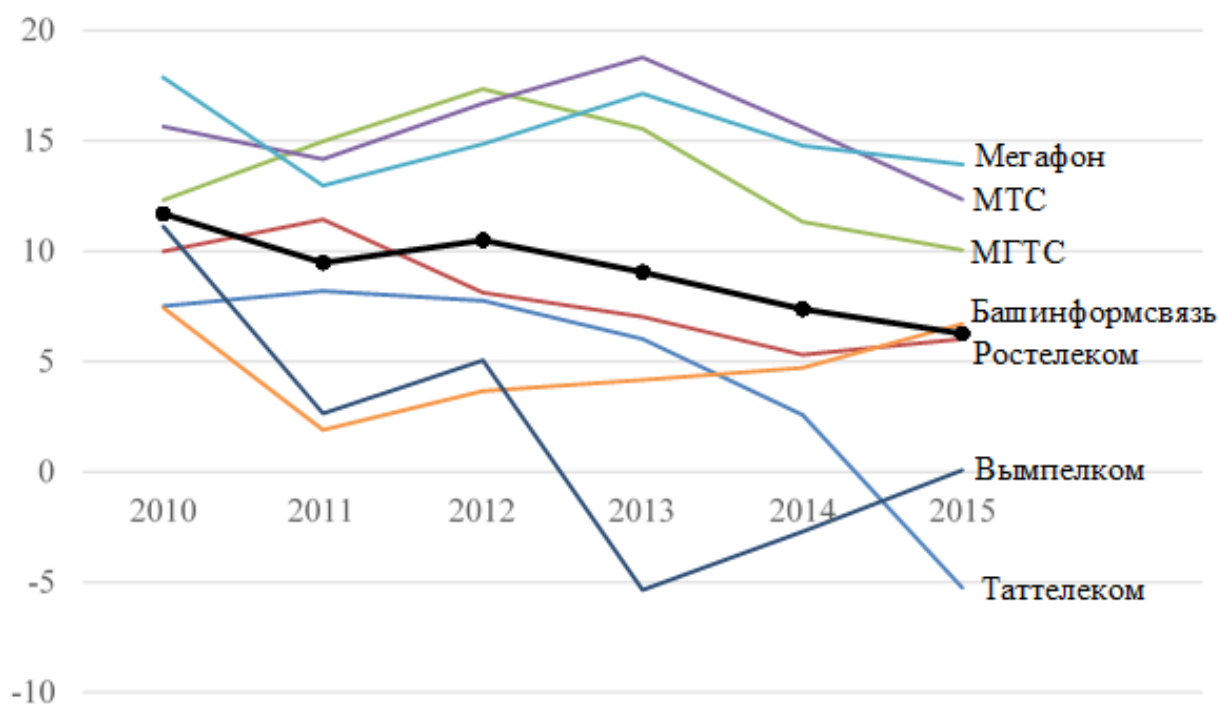
**Таблица 1**

**Рентабельность чистых активов компаний телекоммуникационной отрасли  
 (составлено автором на основе данных Bloomberg<sup>2</sup>)**

	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>
ПАО Таттелеком	7,50%	8,18%	7,74%	6,01%	2,58%	-5,24%
ПАО Ростелеком	9,98%	11,43%	8,11%	7,02%	5,30%	6,01%
ПАО МГТС	12,31%	14,97%	17,33%	15,53%	11,31%	10,05%
ПАО МТС	15,64%	14,16%	16,68%	18,77%	15,60%	12,35%
ПАО Мегафон	17,85%	12,96%	14,85%	17,12%	14,77%	13,92%
ПАО Башинформсвязь	7,42%	1,89%	3,65%	4,16%	4,70%	6,69%
ПАО Вымпелком	11,11%	2,65%	5,05%	-5,35%	-2,71%	0,07%
<b>RONA<sub>IAVG</sub></b>	<b>11,69%</b>	<b>9,46%</b>	<b>10,49%</b>	<b>9,04%</b>	<b>7,36%</b>	<b>6,26%</b>

Анализируя график рентабельности чистых активов компаний, можно выделить разделить их на несколько категорий, в зависимости от превышения или отставания их от среднеотраслевого показателя (рисунок 1).

<sup>2</sup> Информационно-аналитическая система Bloomberg - Режим доступа: <http://www.bloomberg.com>.



**Рисунок 1.** Рентабельность чистых активов компаний телекоммуникационной отрасли и среднеотраслевая (толстая черная линия с маркерами), %  
 (составлено автором на основе данных Bloomberg)

К первой категории относятся компании с рентабельностью чистых активов выше среднеотраслевой - это МТС, Мегафон и МГТС. Компании, во все периоды, показавшие рентабельность чистых активов ниже отрасли, можно отнести ко второй категории - Вымпелком, Таттелеком и Башинформсвязь. Между двумя категориями находится компания Ростелеком, в разные годы имевшая доходность либо ниже, либо выше рынка, но всегда близкую к ней.

Соответственно, только у компаний с доходностью выше среднеотраслевой оценка фундаментальной стоимости нематериальных активов будет положительной. Остановимся на них подробнее. Из данных, представленных в таблицах 2-4 видно, что если в компании МГТС наибольшую долю в фундаментальной стоимости активов составляют материальные активы, то для компаний МТС и Мегафон их высокая доходность объясняется зачастую главным образом нематериальными активами. В некоторые годы их стоимость превосходит стоимость материальных.

**Таблица 2**

**Фундаментальная стоимость материальных ( $V_t$ ) и нематериальных активов ( $V_i$ ) и бухгалтерская стоимость нематериальных активов компании «МТС», млн. руб.  
 (составлено автором на основе данных Bloomberg)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$V_t$	491 750	456 281	683 657	555 814	305 961	202 680
$V_i$	166 104	226 718	403 580	598 608	342 214	196 835
Бух. оценка НМА	64 443	86 536	80 323	57 188	51 699	68 533

Таблица 3

**Фундаментальная стоимость материальных ( $V_t$ ) и нематериальных активов ( $V_i$ ) и бухгалтерская стоимость нематериальных активов компании «Мегафон», млн. руб. (составлено автором на основе данных Bloomberg)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$V_t$	236 631	240 299	231 963	236 965	296 486	190 362
$V_i$	124 856	88 734	96 452	212 166	298 009	232 737
Бух. оценка НМА	18 057	19 459	18 332	37 920	58 138	59 614

Таблица 4

**Фундаментальная стоимость материальных ( $V_t$ ) и нематериальных активов ( $V_i$ ) и бухгалтерская стоимость нематериальных активов компании «МГТС», млн. руб. (составлено автором на основе данных Bloomberg)**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
$V_t$	98 789	73 939	98 498	99 561	52 474	42 103
$V_i$	5 231	43 015	64 290	71 520	28 134	25 456
Бух. оценка НМА	787	1 086	1 480	1 772	1 955	2 157

При этом для всех компаний оценка фундаментальной стоимости нематериальных активов значительно выше бухгалтерской стоимости. Для компании МГТС, использующей российские стандарты отчетности, такая оценка в некоторые годы может в 40 раз превышать бухгалтерскую, для МТС и Мегафона, ведущих отчетность согласно стандартам МСФО - в среднем в 3-5 раз больше. Это может говорить о том, что российские стандарты бухгалтерского учета несовершенны в части учета нематериальных активов, и их использование приводит к значительной их недооценке.

В целом, значительное превышение фундаментальной стоимости нематериальных активов над бухгалтерской свидетельствует об эффективном использовании этих активов в компаниях, но в то же время говорит о неверной оценке этих активов в отчетности.

Моделирование взаимосвязи между бухгалтерской и фундаментальной стоимостью нематериальных активов дает отрицательные результаты: коэффициент детерминации  $R^2=36,6\%$ , то есть качество модели низкое. Но следует принимать во внимание, что, согласно допущениям метода, различия в доходности компаний одной отрасли объясняются наличием у них уникальных активов. Это значит, что оцениваемая фундаментальная стоимость является не просто стоимостью нематериальных активов, а стоимостью уникальных нематериальных активов, которых нет у других компаний отрасли. Поэтому часть нематериальных актив, имеющихся у компании, может входить в фундаментальную стоимость материальных активов.

И действительно, включение в модель фактора материальных активов делает ее качественной:

$$f(x) = 3\,053 + 0,080 * x_1 + 0,064 * x_2 + u(t), \quad (6)$$

где:  $f(x)$  - бухгалтерская стоимость нематериальных активов;

$x_1$  - фундаментальная стоимость материальных активов компании;

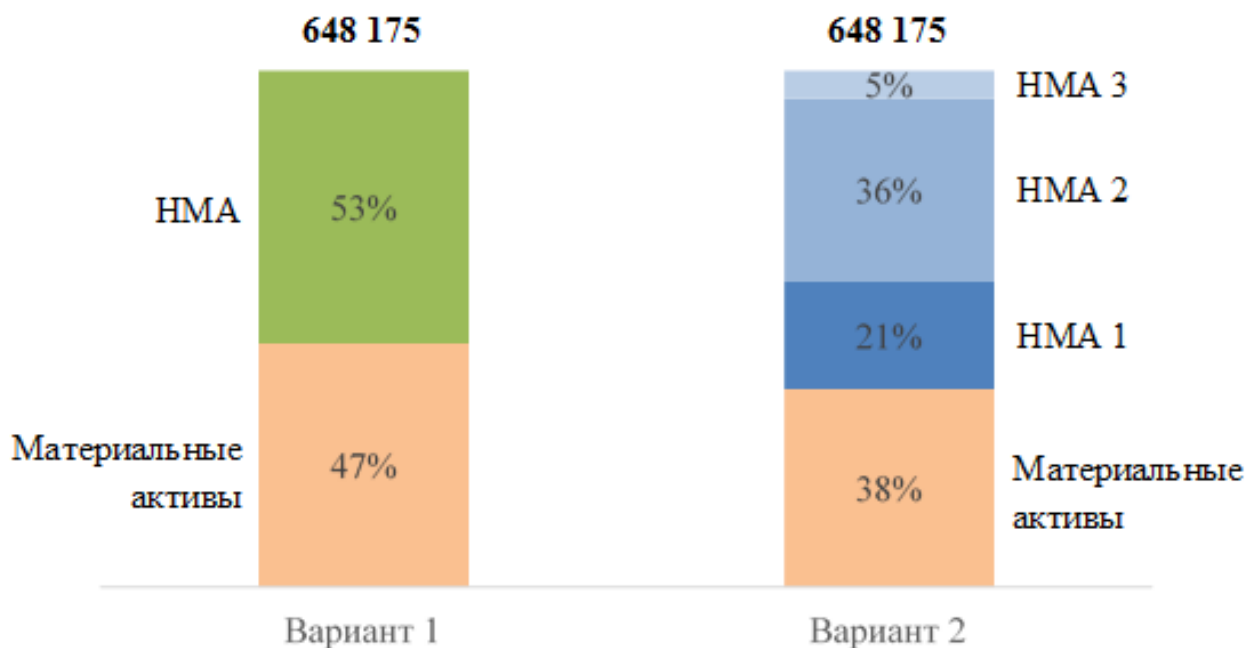
$x_2$  - фундаментальная стоимость нематериальных активов компании;

$u_t$  - случайный член (случайная ошибка) модели.

Модель является качественной: F-тест пройден для уровней значимости 5% и 1%. Коэффициент детерминации  $R^2 = 74,3\%$  высокой степени взаимосвязи между показателями, а пройденный тест Стьюдента - о значимости регрессоров  $x_1$  и  $x_2$ .

Продemonстрируем, как можно разделить фундаментальную стоимость активов компании по другим категориям, на примере компании МТС в 2014 году. Для этого последовательно сравним доходность этой компании с различными доходностями в отрасли.

Для начала можно выделить компании, которые занимаются только проводной связью: Таттелеком, Ростелеком, МГТС и Башинформсвязь. Их доходность в 2014 году равна 5,97%. Компании, занимающиеся услугами сотовой связи - это компании «большой тройки» мобильных операторов (МТС, Билайн, Мегафон) - имеют доходность 9,22%. Наконец, можно сравнить доходность МТС с показателем второй самой доходной компанией отрасли - Мегафон. Ее доходность равна 14,77%.



**Рисунок 2.** Фундаментальная стоимость активов компании МТС в 2014 г., слева - традиционный подход, справа - предложенный, млн. руб. (составлено автором на основе данных Bloomberg)

Доля материальных активов, рассчитанная с помощью нового подхода ниже (38% против 47%), то есть из нее уже выделена часть активов, которая на самом деле была нематериальной.

В нематериальных активах же можно выделить три категории (рисунок 2). Первая группа (21%) это те нематериальные активы, которых нет у компаний, оказывающих услуги только проводной связи, но есть у компаний «большой тройки». 36% - это вторая группа активов, которая приносит компании МТС доходность выше средней по компаниям сотовой связи. И, наконец, 5% - это те нематериальные активы, которых нет ни у одной из компаний отрасли (даже у Мегафона), но которыми обладает МТС.

Таким образом, показатель фундаментальной стоимости нематериальных активов можно использовать в качестве индикатора или ключевого показателя для управления этими самыми активами. Он позволяет не только оценить эффективность такого управления, но и сравнить себя с конкурентами и выявить слабые стороны организации.

Поскольку нематериальные активы являются одним из факторов создания стоимости в организациях телекоммуникационной отрасли [2], то логично было бы предположить, что показатель фундаментальной стоимости нематериальных активов может быть использован в моделях стоимостно-ориентированного управления таких организаций.

В качестве результирующего показателя для моделирования возьмем показатель q-Тобина.

Показатель q - Тобина - это соотношение между рыночной и балансовой оценкой активов компании [3].

$$q - \text{Тобина} = \frac{(\text{рыночная стоимость активов} + \text{рыночная стоимость обязательств})}{(\text{балансовая стоимость активов} + \text{балансовая стоимость обязательств})} \quad (7)$$

На основе данных семи указанных ранее компаний была построена модель вида:

$$f(x) = 1,222 - 0,064 * x1 + 0,185 * x2 + u(t), \quad (8)$$

где:  $f(x)$  - q - Тобина;

$x1$  - фундаментальная стоимость материальных активов компании (% к балансовой стоимости активов);

$x2$  - фундаментальная стоимость нематериальных активов компании (% к балансовой стоимости активов);

$u_t$  - случайный член (случайная ошибка) модели.

При этом модель оказалась некачественной - не пройден F-тест, коэффициент детерминации  $R^2 = 11,5\%$  очень низкий, по критерию Стьюдента ни один из факторов модели не является значимым. Это может говорить об отсутствии однозначной связи между фундаментальной стоимостью нематериальных активов и стоимостью компании и невозможности ее моделирования. Однако можно предположить, что, если в фундаментальной стоимости нематериальных активов учтены только активы, обеспечивающие доходность выше среднерыночной, то и влияние оказывают только на рост стоимости компании сверх рынка.

Проверим это утверждение на примере той же компании МТС.

Для того, чтобы измерить такой рост, введем показатель  $\Delta$ :

$$\Delta = V_{n+1} - V_n * r_{\text{index}}, \quad (9)$$

где:  $\Delta$  - прирост стоимости компании сверх рынка (отрасли);

$V_n$  - рыночная стоимость компании в год n;

$V_{n+1}$  - рыночная стоимость компании в год n+1;

$r_{\text{index}}$  - темп роста индекса отрасли.

В качестве отраслевого индекса будем использовать индекс ММВБ-Телекоммуникации<sup>3</sup> (MICEX TLC). В результате полученная модель имеет следующий вид:

$$f(x) = 0,24 - 0,01 * x1 + 0,4 * x2 + u(t), \quad (10)$$

где:  $f(x)$  - прирост стоимости компании сверх рынка (% к балансовой стоимости активов);

$x1$  - фундаментальная стоимость материальных активов компании (% к балансовой стоимости активов);

$x2$  - фундаментальная стоимость нематериальных активов компании (% к балансовой стоимости активов);

---

<sup>3</sup> Сайт Московской биржи - <http://rts.micex.ru>.



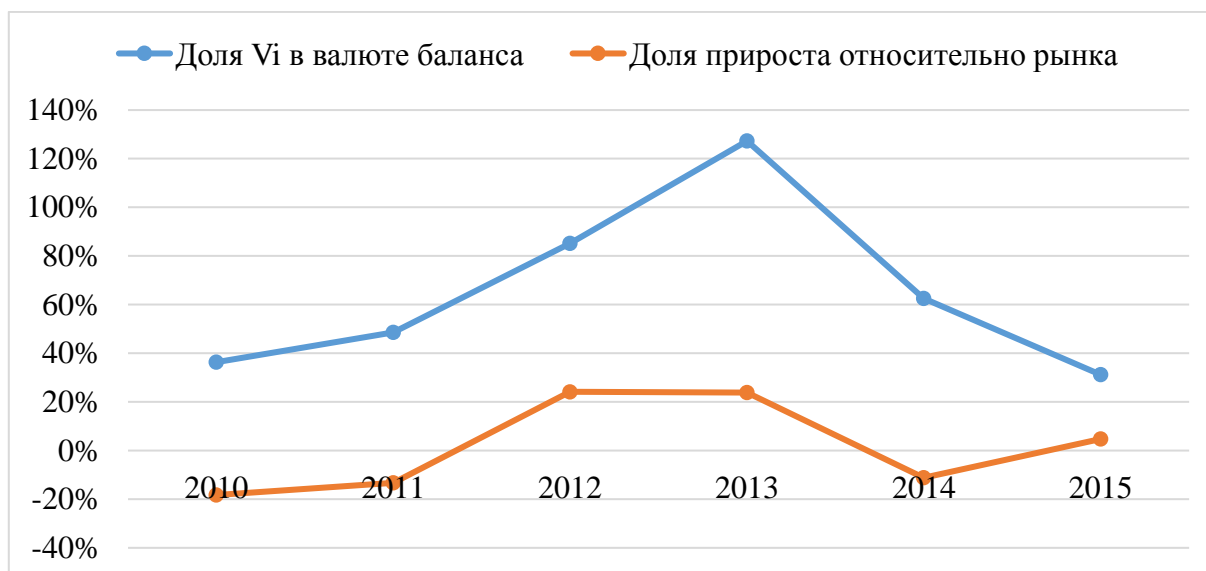
ut - случайный член (случайная ошибка) модели.

Качество модели среднее, коэффициент детерминации  $R^2=56,7\%$ . Видно, что стоимость материальных активов практически не оказывает влияние на прирост стоимости компании, в отличие от фундаментальной стоимости нематериальных активов, которая влияет положительно.

На графике это также заметно. Динамика фундаментальной стоимости нематериальных активов и прироста стоимости компании относительно рынка равнонаправленная, за исключением 2015 года (рисунок 3).

Схожий анализ был проведен и для всех остальных компаний отрасли, указанных ранее, за исключением компании Мегафон (недостаточно данных). Моделирование оказалось качественным для компаний МТС, Ростелеком и Таттелеком. Положительная взаимосвязь, хотя и не очень сильная, была выявлена для компании МГТС. Для компаний Вымпелком и Башинформсвязь был сделан вывод об отсутствии такой взаимосвязи и о подверженности рыночной стоимости этих компаний факторам, отличным от нематериальных.

Полученные в исследовании результаты могут использоваться менеджментом для управления нематериальными активами в моделях стоимостно-ориентированного управления компаниями.



**Рисунок 3.** Доля фундаментальной стоимости нематериальных активов ( $V_i$ ) и доля прироста  $\Delta$  рыночной стоимости компании относительно балансовой стоимости активов компании МТС (составлено автором на основе данных Bloomberg)

## ЛИТЕРАТУРА

1. Tobin J. A general equilibrium approach to monetary theory // Journal of Money Credit and Banking, 1969. - №1 (1). - p. 15-29.
2. Беликов Д.Л., Каменева Е.А., Карпова Е.Р., Слепнева Т.А., Хотинская Г.И., Шохин Е.И. Финансовый инструментарий повышения конкурентоспособности российского бизнеса. Монография. / Под ред. Г.И. Хотинской. - М.: Научные технологии. 2014. - 200 с.
3. Волков Д.Л. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. - 2-е издание. СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента»; Издательский дом Санкт-Петербургского университета, 2008. - с. 302.
4. Волков Д.Л., Гаранина Т.А. Оценивание интеллектуального капитала российских компаний. Научные доклады №22 (R) - СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов, 7-е изд.: Пер. с англ. - М.: Альпина Паблишер, 2011. - 1324 с.
6. Лев Б. Нематериальные активы: управление, измерение, отчетность. - М.: Квинто-консалтинг, 2003. - 240 с.
7. Рейли Р., Швайс Р. Оценка нематериальных активов. - М.: Квинто-Консалтинг, 2005. - 1032 с.
8. Тонких А.С., Ионов А.В. Управление рыночной стоимостью предприятия на основе соблюдения баланса интересов. Монография. - Екатеринбург - Ижевск: ИЭ УрО РАН. 2011. - 142 с.
9. Хитчнер Дж.Р. Оценка стоимости нематериальных активов / Научн. ред. В.М. Рутгайзер - М.: Маросейка, 2008. - 144 с.
10. Хотинская Г.И., Тютюкина Е.Б., Серегина Е.Ю. Методологические аспекты стоимостно-ориентированного управления компанией. Монография. - М.: 2011. - 145 с.

**Belikova Elena Roinovna**

Financial University under the Government of Russian Federation, Russia, Moscow  
E-mail: [kelenar@mail.ru](mailto:kelenar@mail.ru)

## **Usage of the indicator of fundamental assets value for value-based management in telecommunication companies**

**Abstract.** Nowadays the concept of Value-based management (VBM) is widely used in the theory and practice of corporate finance. Definition and finding of factors influencing company value is an integral part of it. One of these factors are intangible assets, especially in high-tech industry companies, such as telecommunication companies. A key step for the effective management of intangible assets is their correct valuation. This article describes one of the method of such valuation - a residual income model, which allows estimating of the fundamental value of assets. Using that model, the fundamental value of intangible assets of eight Russian telecommunications companies was calculated. Positive fundamental value of intangible assets for the most profitable companies in the industry is significantly higher than their book value, and it was concluded that this is the result of incorrect assessment of these assets in the accounts. The author represents own interpretation of the definition of fundamental value of assets - as a value of unique assets that are not available for other companies in the industry - and also provides an alternative method of calculating this indicator. In the article applicability of this indicator in the models of value-based management was analyzed. Using correlation and regression analysis, economic-mathematical models of the relationship of fundamental value with q-Tobin indicator, and then with an indicator of growth of the company's value over the market, were built. Exactly on the last indicator the fundamental value of intangible assets affects. Models provided by author can be used for the management of intangible assets in the VBM models.

**Keywords:** intangible assets; valuation methods; fundamental value; residual operating income; value-oriented management; corporate finance; correlation and regression analysis; economic-mathematical modeling; telecommunications industry