



ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ СРАВНИТЕЛЬНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ В РОССИИ

Абрамишвили Нели Руслановна

*канд. экон. наук, доцент,
Санкт-Петербургский государственный университет,
199034, РФ, г. Санкт-Петербург, Университетская наб. д. 7-9
E-mail: n.abramishvili@spbu.ru*

APPLICATION FEATURES OF COMPARATIVE APPROACH TO THE COST ESTIMATING OF PUBLIC COMPANIES IN RUSSIA

Neli Abramishvili

*Candidate of Economic Sciences,
associate professor, St. Petersburg State University,
199034, Russia, St. Petersburg, Universitetskaya nab., 7/9*

АННОТАЦИЯ

Статья содержит анализ российского фондового рынка и рынка слияний и поглощений для целей реализации сравнительного подхода к оценке бизнеса. Выделяются параметры и характеристики указанных рынков и их влияние на анализ полученных в рамках сравнительного подхода результатов. Раскрываются особенности реализации данного подхода для публичных компаний с учетом особенностей российского фондового рынка и рынка слияний и поглощений. Отмечается высокая концентрация капитализации российского рынка акций в нескольких отраслях (нефтегазовой и финансовой), низкая доля акций в свободном обращении, а также тот факт, что сделки в основном происходят с акциями весьма ограниченного числа компаний. Рынок слияний и поглощений при этом более развит с точки зрения отраслевой диверсификации, но является достаточно закрытым. Кроме того, большинство

сделок на данном рынке носит инвестиционный характер и не может выступать в качестве базы определения рыночной стоимости. Реализация сравнительного подхода без анализа приведенных данных может дать некорректные результаты. Также данные приведенного исследования необходимо учитывать при проведении процедуры согласования результатов, полученных в рамках разных подходов.

ABSTRACT

The article contains the analysis of Russian stock market and the market of mergers and acquisitions for the purposes of the comparative approach to business valuation. Parameters and characteristics of these markets and their impact on the analysis of the obtained results within the framework of comparative approach are stood out. The peculiarities of this approach implementation for public companies are revealed taking into account peculiarities of Russian stock market and the market of mergers and acquisitions. High concentration of Russian stock market capitalization in several industries (petroleum and financial), the low proportion of shares in free float, as well as the fact that transactions mainly occur with shares of very limited number of companies is marked. The market of mergers and acquisitions is more developed in terms of sector diversification, but is rather closed. In addition, the majority of transactions in the market has the investment nature and cannot serve as a basis for determining the market value. Implementation of the comparative approach without analyzing these data can give incorrect results. Also, data of the given research should be taken into account during the approval procedures of the results obtained under the different approaches.

Ключевые слова: оценка бизнеса, публичные компании, сравнительный подход, фондовый рынок, слияния и поглощения.

Keywords: business valuation, public companies, market approach, stock market, M&A.

Многие исследователи [5] указывают на большую популярность применения сравнительного подхода к оценке бизнеса на практике. Популярность обусловлена, прежде всего, кажущейся простотой и прозрачностью применения данного подхода с точки зрения его методологии.

Как известно [4, 10], технически применение данного подхода сводится к расчету оценочных мультипликаторов по компаниям-аналогам и последующему умножению данных мультипликаторов на соответствующие значения показателей оцениваемой компании. Например, для компании-аналога рассчитывается мультипликатор «Цена/Прибыль», а затем для вычисления значения стоимости оцениваемой компании данный мультипликатор умножается на величину ее прибыли.

С точки зрения математической модели может показаться, что сравнительный подход свободен от большинства допущений и предпосылок, например доходного подхода, который принято считать наиболее трудоемким и неоднозначным с точки зрения объективности входных параметров. Многие исследователи (например, В.В. Ковалев [7]) указывают на высокую степень субъективности прогнозов оценщиков при реализации методов доходного подхода. Кроме того, при реализации сравнительного подхода отсутствует необходимость в проведении таких масштабных работ, как в рамках метода чистых активов при переоценке основных средств и прочих активов и/или обязательств компании.

Однако сравнительный подход является не менее сложным и противоречивым. Особенно остро этот вопрос встает, если речь идет о его применении на развивающихся и нестабильных рынках.

Исследованию данной проблематики и будет посвящена эта статья.

Итак, согласно теории, сравнительный подход может быть реализован на основе трех методов [4, 10]: метода сделок, метода рынка капитала и метода отраслевых коэффициентов. С точки зрения последовательности реализации расчетов, эти методы практически идентичны. Основное же отличие состоит в источнике получения информации о сделке с пакетом акций компании-

аналога. В методе сделок речь идет о сделках на рынке слияний и поглощений (M&A), в методе рынка капитала – о сделках с акциями на фондовых рынках, а метод отраслевых коэффициентов использует уже сведенные рассчитанные оценочные мультипликаторы, полученные из всех доступных источников информации.

Основная трудность применения сравнительного подхода в российской практике заключается в поиске информации о сделках с компаниями-аналогами, так как на фондовом рынке котируется ограниченное число компаний, а рынок слияний и поглощений является достаточно закрытым. Это служит причиной отказа от применения сравнительного подхода в большинстве выполняемых отчетов об оценке.

По результатам проведенного нами исследования можно указать на следующие особенности российского фондового рынка как основного источника информации для реализации метода рынка капитала.

1. Активно на фондовом рынке торгуются акции ограниченного числа компаний (на 10 крупнейших компаний приходится более 80 % сделок) [6].

2. Отраслевая диверсификация фондового рынка крайне низкая: большинство торгуемых компаний – это добывающие, телекоммуникационные и банки. По данным nauforg.ru, в 2013 году на нефтегазовую отрасль приходилось 49,1 % капитализации российского рынка акций, 16,1 % на финансовые услуги, 7,6 % на металлургию и 6,7 % на связь. Остальные отрасли имеют долю менее 5 % [9]. При этом, например, на фондовом рынке США на финансовые услуги (самая крупная отрасль) приходится 18,89 %, высокотехнологичные производства 16,62 %, сферу услуг 14,04 %, здравоохранение 13,51 % [11].

3. Доля акций в свободном обращении в редких случаях превышает 50 %, а в большинстве случаев незначительна с точки зрения контроля над деятельностью компаний. По данным moex.com, free-float по обыкновенным акциям превышает 50 % только у ПАО «Магнит». У четырех компаний она в диапазоне 45 %–48 %, у остальных значительно ниже [1].

Если сравнивать ситуацию с американским фондовым рынком, то у 7 из 10 крупнейших по капитализации американских компаний free-float составляет 100 %, у трех оставшихся 91 %, 82 % и 76 % [11].

Данные факты указывают на то, что информация, используемая при реализации сравнительного подхода, требует тщательного анализа. Особую важность приобретает анализ активности торгов с акциями эмитента. Зачастую сделки носят эпизодический характер, или же при регулярном характере, в виду одновременно низкого объема сделок, итоги являются непрезентативными. В этом случае на данной информации вряд ли на них можно строить представление о рыночной стоимости оцениваемой компании.

Кроме того, хотелось бы отметить одну особенность оценки публичных компаний: методологически возможно использовать информацию о котировках акций самой компании – объекта оценки для определения ее рыночной стоимости сравнительным подходом. Но если у публичной компании – объекта оценки – доля акций в свободном обращении низкая, сделки с акциями носят редкий характер (либо сделки регулярные, но небольшой объем торгов), то мнение относительно рыночной стоимости такой компании, лучше формировать, основываясь на информации о котировках компаний-аналогов, при условии, если их акции торгуются более активно и доля акций в свободном обращении выше.

Далее рассмотрим метод сделок. Он основан на информации о внебиржевых сделках. Относительно данного метода хотелось бы отметить, что рынок слияний и поглощений является достаточно закрытым. В большинстве случаев информация, связанная с этими сделками, закрыта, источники ссылаются на мнения и предположения отдельных экспертов, проверить достоверность этой информации достаточно сложно.

Сам рынок слияний и поглощений при этом демонстрирует отрицательную динамику. По данным аналитического обзора информационного агентства АКМ [12], общий объем российского рынка M&A по итогам 2014 года не превысил \$50 млрд, это наихудший результат за последние 5 лет. А итоги

1 полугодия 2015 года стали наихудшими за шесть лет: объем рынка в USD уменьшился на 42 % по сравнению с 1 полугодием 2014 года [8].

Таблица 1.

Структура рынка слияний и поглощений по итогам 2014 года [12]

Отрасль	Суммарная величина сделок, млрд долл. США	Доля рынка, %	Число сделок, шт.
ТЭК	15,43	33,30%	20
Связь	4,32	9,30%	17
Строительство и девелопмент	4,19	9%	63
Металлургия	3,21	6,90%	9
Финансовый сектор	3,13	6,70%	42
Прочее	нет точных данных	34,80%	нет данных

На M&A рынке также доминируют сделки в нескольких отраслях, однако на прочие отрасли приходится уже около трети суммы всех слияний и поглощений. Кроме того, необходимо отметить, что с точки зрения количества сделок лидируют иные по сравнению с фондовым рынком отрасли: наибольшее число сделок в 2014 году было в области строительства и девелопмента, а также в финансовом секторе. Таким образом, можно сделать вывод о том, что с точки зрения представленности различных отраслей метод сделок дает больше возможностей для применения сравнительного подхода, нежели метод рынка капитала.

При этом важным моментом при использовании метода сделок является учет фактора наличия или отсутствия контроля в пакетах акций, с которым имели место сделки, последующая консолидация пакетов в результате совершения сделки, а также фактора ликвидности.

Имеется два основных подхода к определению данных скидок и/или премий – статистический и аналитический. Статистический подход основан на анализе значительного числа сделок с различными пакетами акций, в ходе которого устанавливается, как меняется стоимость одной акции в составе пакетов с различной степенью контроля. Аналитический метод предполагает анализ структуры уставного капитала компании с целью определения степени контроля, присущего каждому из пакетов. Применение первого метода

в российских условиях опять же усложняется отсутствием длительного периода наблюдения российского фондового рынка (американская статистика по этому вопросу насчитывает десятилетия), а также его спецификой, связанной с отраслевой принадлежностью большинства компаний.

Аналитический метод получил в теории оценки бизнеса в России наибольшее распространение: различными авторами [2; 3] предлагаются методики определения величины скидок и премий. Практики же больше склоняются к статистическим моделям, основанным на данных американского рынка. Таким образом, общего выработанного мнения относительно величины премий и скидок не выработано, что ведет к субъективизму при учете влияния данного фактора. То же самое можно сказать об учете фактора ликвидности: сделки совершаются чаще всего с закрытыми компаниями (общества с ограниченной ответственностью, закрытые акционерные общества, открытые акционерные общества, не котирующие свои акции на фондовом рынке), степень ликвидности ценных бумаг (долей) которых не сопоставима с ликвидностью ценных бумаг публичных компаний. Решение данного вопроса в российских условиях представляется еще более затруднительным.

Таким образом, с точки зрения корректности учета скидок и премий можно сделать вывод о том, что метод сделок может дать лишь некий ориентир, ценовой диапазон, в котором может находиться стоимость публичной компании. А применение метода рынка капитала, основанного на анализе биржевых торгов с акциями компаний-аналогов, представляется наиболее адекватным для определения внутренней стоимости российских публичных компаний, так как сделки являются сопоставимыми по степени контроля и ликвидности, а также совершаются в схожих условиях – на биржевом рынке. Но при этом необходимо принимать во внимание влияние на биржевой рынок различного рода факторов, лишь косвенным образом связанных с внутренней стоимостью компании. Динамику курса акций компаний-аналогов необходимо «очищать» от их влияния, используя соответствующий математический аппарат. Например, если наблюдается динамика роста курса акций

рассматриваемой компании, повторяющая динамику роста цены на энергоносители, необходимо анализировать не общую динамику курса акций, а ее отклонение от динамики цен на энергоносители. В данном случае этот метод будет давать наиболее адекватный результат в рамках сравнительного подхода.

Таким образом, несмотря на кажущуюся простоту сравнительного подхода, адекватность результатов, полученных с его применением, может быть легко подвергнута сомнениям. Для более качественной его реализации при оценке публичных компаний необходимо анализировать объем и качество используемой информации.

Список литературы:

1. База расчета Индекса голубых фишек / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://moex.com/a598> (дата обращения: 18.02.2016).
2. Бухарин Н.А., Озеров Е.С. Оценка и управление стоимостью бизнеса / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://elib.spbstu.ru/dl/2225.pdf/download/2225.pdf> (дата обращения: 18.02.2016).
3. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса. – 2-е издание, перераб. и доп. – М.: ТК Велби, изд-во Проспект, 2004. – 368 с.
4. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2009. – 736 с.
5. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов / пер. с англ. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2014. – 1316 с.
6. Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка // Финансы и кредит. – 2014. – № 10 (586). – С. 42–50.
7. Ковалев В.В. Финансовый менеджмент: теория и практика. – 3-е изд. – М.: Проспект, 2013. – 1104 с.

8. Российский рынок M&A в первом полугодии 2015 года упал почти вдвое / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2015/06.htm> (дата обращения: 18.02.2016).
9. Российский фондовый рынок: события и факты / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2013_1.pdf (дата обращения: 18.02.2016).
10. Чиркова Е.В. Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. – 190 с.
11. Dow Jones U.S. Total Stock Market Index Fact Sheet / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/fact_info/Dow_Jones_US_Total_Stock_Market_Index_Fact_Sheet.pdf (дата обращения: 18.02.2016).
12. 2014 год был наихудшим для российского рынка M&A за последние пять лет / [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2014/11.htm> (дата обращения: 18.02.2016).

References:

1. Blue chips calculation base. Available at: <http://moex.com/a598> (accessed 18 February 2016).
2. Buharin N.A., Ozerov E.S. Business valuation and value based management. Available at: <http://elib.spbstu.ru/dl/2225.pdf/download/2225.pdf> (accessed 18 February 2016).
3. Valdajcev S.V. Business valuation. Moscow, TK Velbi, Prospekt Publ., 2004, 368 p. (in Russian).
4. Grjaznova A.G., Fedotova M.A. Business valuation. Moscow, Finansy i statistika Publ., 2009. 736 p. (in Russian).

5. Damodaran A. Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2014. 1340 p. (in Russian).
6. Darushin I.A., L'vova N.A. Russian issuers: the challenges of the emerging market. *Finansy i kredit* Publ. 2014, no. 10(586). pp. 42–50. (in Russian)
7. Kovalev V.V. Financial management: theory and practice. Moscow, Prospekt Publ., 2013. 1104 p. (in Russian).
8. The Russian M&A market in the first half of 2015 fell by almost a half Available at: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2015/06.htm> (accessed 18 February 2016).
9. The Russian stock market: events and facts. Available at: http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2013_1.pdf (accessed 18 February 2016).
10. Chirkova E.V. How to evaluate business by analogy: Methodological guide on the use of comparative market multiples in business and securities valuation. Moscow, Al'pina Biznes Buks Publ., 2005. 190 p. (in Russian).
11. Dow Jones U.S. Total Stock Market Index Fact Sheet. Available at: https://www.djindexes.com/mdsidx/downloads/fact_info/Dow_Jones_US_Total_Stock_Market_Index_Fact_Sheet.pdf (accessed 18 February 2016).
12. 2014 was the worst for the Russian M&A market in the last five years. Available at: <http://www.akm.ru/rus/ma/stat/2014/11.htm> (accessed 18 February 2016).