



**ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА СТОИМОСТЬ
НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ**

Ермакова Елена Алексеевна

д-р экон. наук, профессор

Саратовского социально-экономического института (филиала)

ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова»,

РФ, г. Саратов

E-mail: eaе13@mail.ru

Синичкин Павел Васильевич

аспирант Саратовского социально-экономического института (филиала)

ФГБОУ ВПО «РЭУ им. Г.В. Плеханова»,

РФ, г. Саратов

E-mail: spv26@yandex.ru

FACTORS AFFECTING OF THE PRIVATELY HELD COMPANY'S VALUE

Elena Ermakova

Doctor of Economic sciences, professor of Saratov Socio-Economic Institute (branch)

of Plekhanov Russian University of Economics,

Russia, Saratov

Pavel Sinichkin

postgraduate student of Saratov Socio-Economic Institute (branch)

of Plekhanov Russian University of Economics,

Russia, Saratov

АННОТАЦИЯ

Статья посвящена проблемам идентификации факторов, которые влияют на стоимость непубличных компаний, и их систематизации. Авторы полагают, что для признания компании публичной важен не только объем, но и своевременность раскрытия ею информации. Исходя из этого, выделены

три группы факторов: ликвидности; связанные со структурой собственности и управления; факторы информационного характера.

ABSTRACT

The present article is aimed to discuss problems of identification and systematization of the factors affecting of privately held company's value. Authors believe that it is crucial for the company to become public not only to disclose stated volume of information, but to make it in time. Three groups of factors were distinguished: liquidity, ownership and management structure, information.

Ключевые слова: непубличная компания, стоимость компании, факторы, ликвидность, структура собственности.

Keywords: a privately held company, the company's value, factors, liquidity, ownership structure.

Интерес к оценке стоимости непубличных компаний связан с тем, что мировой финансово-экономический кризис, с одной стороны, продемонстрировал необходимость совершенствования методологии оценки стоимости компаний, а с другой стороны, способствовал развитию консолидационных процессов в различных секторах мировой экономики. В российском законодательстве под непубличной компанией понимается компания, которая не отвечает хотя бы одному из следующих признаков: 1) ее акции или ценные бумаги, конвертируемые в акции, публично размещаются или обращаются на биржевом или внебиржевом рынке; 2) она раскрывает предусмотренный российским законодательством объем информации.

В специализированной литературе в области оценки единой точки зрения по вопросам факторов, которые оказывают непосредственное влияние на их стоимость, фактически не существует: разные исследователи предлагают свои, нередко очень существенно отличающиеся «наборы факторов», оказывающих влияние на стоимость непубличных компаний, причем пока даже концептуальные подходы к их выделению нельзя назвать полностью сформировавшимися.

В значительной степени множественность мнений по данному вопросу объясняется наличием большого количества понятийных и терминологических аспектов, допускающих возможность нескольких альтернативных интерпретаций, поэтому даже при единообразном понимании сущности непубличных компаний специалисты в области оценки могут выделять значимые факторы, исходя из принципиально разных предпосылок. Так, анализ теоретических исследований и разработок в области оценки позволяет констатировать, что в них традиционно рассматривается очень широкий круг факторов, которые гипотетически могут оказать влияние на стоимость компании (данный подход можно назвать «все, что в принципе может повлиять на стоимость гипотетической компании»), в то время как в прикладных исследованиях, как правило, выделяется очень ограниченный набор факторов, который зачастую рассматривается на примере конкретной компании («все, что фактически влияет на стоимость конкретной компании»). Кроме того, в большинстве теоретических работ задаются максимально широкие временные рамки, т. е. речь идет о факторах, которые могут повлиять на стоимость компании в течение всего срока ее существования или как минимум продолжительного временного интервала, а на практике, напротив, безусловно, превалирует учет подобных факторов на конкретный момент времени.

Помимо этого, необходимо отметить, что для подавляющего большинства научных публикаций по исследуемой тематике характерно:

1. использование так называемого «дисконтирующего» («понижающего») алгоритма оценки непубличных компаний, в соответствии с которым постулируется, что при прочих равных условиях публичная компания будет стоить дороже аналогичной непубличной компании, т. е. каждый выделяемый фактор увеличивает величину дисконта стоимости непубличной компании по отношению к публичной (соответственно, чем больше значимых факторов будет выделено, тем больше будет величина дисконта непубличной компании по отношению к публичной);

2. преобладание качественных оценок выделяемых факторов на стоимость непубличной компании (в частности, наиболее распространенным является условная градация факторов «по степени существенности влияния», предполагающая, что чем «существеннее» влияние конкретного фактора, тем сильнее он влияет на стоимость компании и, соответственно, наоборот, причем степень «существенности» каждого фактора в каждом конкретном случае оценивается индивидуально);

3. предположение о наличии необходимого объема информации о деятельности непубличной компании, ее актуальности и достоверности, т. е. фактически подразумевается проведение внутренней оценки непубличной компании (чаще всего подобная оценка рассматривается с позиции стоимостного подхода к управлению непубличной компанией);

4. предположение о применимости, пусть и с определенными оговорками и ограничениями, традиционных методов оценки стоимости, применяемых в отношении публичных компаний (во многих публикациях приемлемым признается даже имущественный подход, несмотря на все имманентно присущие ему недостатки).

Типичным примером в этом отношении выступают работы В.В. Македона, который полагает, что при оценке непубличных компаний в рамках доходного подхода «необходимо учитывать:

- ожидаемые изменения общеэкономических условий и темпов развития отрасли, в которой специализирована оцениваемая структура, и отраслей, потребляющих ее основную продукцию;
- синергетические эффекты слияний и поглощений;
- исторические темпы роста бизнеса;
- исходный уровень конкурентоспособности бизнеса и ожидания (планы) менеджмента по факторам стратегической конкурентоспособности» [3].

Таким образом, можно констатировать, что в российской научной литературе доминирует абстрактно-теоретический подход к выделению факторов, оказывающих влияние на стоимость непубличных компаний.

Как нам представляется, данный подход является не совсем корректным, так как, по своей сути, он не предполагает обособленного выделения и подробного рассмотрения факторов, являющихся принципиально значимыми с точки зрения их влияния на стоимость непубличных компаний (иными словами, такой подход не дает возможности адекватно учесть специфику непубличных компаний как таковых и, соответственно, обоснованно выделить факторы, существенные именно для них, — в большинстве случаев он сводится к исследованию «универсальных факторов», важных как для публичных, так и для непубличных компаний).

Тем не менее в отдельных исследованиях все же предпринимаются попытки выделения факторов, критически значимых для непубличных компаний. Так, один из основоположников современной теории оценки А. Дамодаран, рассматривая этот вопрос, отмечает, что в целом «принципы оценки остаются теми же самыми, но при этом возникают проблемы, характерные только для частных фирм» [1]. При этом он предлагает выделять «четыре серьезных отличия», влияющих на оценку непубличных компаний, а именно:

1. «частные компании, особенно если они не имеют статуса акционерного общества, функционируют в рамках значительно более широких стандартов (под стандартами понимаются стандарты бухгалтерского учета, которые в зарубежной практике характеризуются высоким уровне унификации и позволяют проводить прямое сравнение публичных компаний между собой по тем или иным финансовым показателям, отраженным в бухгалтерском учете), и между фирмами могут возникать широкие различия при учете тех или иных статей»;

2. «о частных фирмах есть гораздо меньше информации с точки зрения количества лет, за которые обычно доступны данные и, что более важно, — объема информации, доступной за каждый год»;

3. «постоянно обновляемые данные о цене собственного капитала и исторические сведения об этой цене представляют собой очень полезные

массивы данных», которые не сложно получить «по публичным, но не по частным фирмам»;

4. «владелец частной фирмы, как правило, глубоко вовлечен в управление своей фирмой и зачастую все свое богатство держит в виде инвестиций в нее», поэтому «отсутствие разделения между собственниками и менеджерами может привести к смешению личных расходов и затрат на ведение бизнеса», что, в конечном счете, оказывает влияние «на измерение риска» непубличной компании.

Е.И. Исаев и И.Р. Борисов, в целом соглашаясь с представленной выше точкой зрения, предлагают дополнительно выделять еще два фактора, оказывающих влияние на стоимость непубличных компаний: 1) «отсутствие рыночной ликвидности», рассматриваемое как «основная причина снижения стоимости частных компаний относительно публичных», дисконт за которую «достигает 20—30 %»; 2) небольшой «размер бизнеса», предполагающий более высокую оценку присущего им риска [2].

Практически аналогичной точки зрения придерживается и В.А. Стародуб, предлагающий выделять такие факторы, как «размер оцениваемого бизнеса», «ликвидность» приобретаемого актива и «фактор контроля», отмечая, что для непубличных компаний разница в стоимости, к примеру, миноритарного пакета акций и блокирующего пакета акций может быть значительно больше, чем для публичных компаний [5].

Несколько шире смотрит на данную проблему В.М. Рутгайзер, исследующий ее с точки зрения необходимости корректировок исходной финансовой информации. Автор предлагает выделять три группы необходимых корректировок:

1. «концептуальные корректировки», обусловленные необходимостью учета «премии за контроль», «скидки за миноритарный характер доли собственности» и «скидки за недостаточную ликвидность»;

2. корректировки по сравнению с «сопоставимыми публичными компаниями», которые включают «нормализационные корректировки денежных

доходов (устранение неповторяющихся статей, исключение избыточных денежных компенсаций топ-менеджерам)» и «контрольные корректировки (в соответствии с уровнями финансового и стратегического контроля)»;

3. «фундаментальные корректировки», учитывающие состояние и перспективы развития бизнеса оцениваемой непубличной компании [4].

При этом недостаток многих исследований заключается в том, что при выборе соответствующих факторов зачастую игнорируется или как минимум учитывается в неполной мере факт непубличности оцениваемых компаний. В действительности очень многие из выделяемых факторов де-факто являются универсальными и не могут рассматриваться как специфические для непубличных компаний.

Более обоснованным считаем не обособленное выделение отдельных факторов, влияющих на стоимость непубличных компаний, а объединение их в относительно однородные группы. По нашему мнению, целесообразно говорить о выделении трех групп факторов, а именно:

1. факторы ликвидности: а) ликвидность оцениваемых активов; б) размер оцениваемой доли;

2. факторы, связанные со структурой собственности и управления: а) сложившаяся структура собственности; б) порядок принятия управленческих решений;

3. факторы информационного характера: а) ограниченный объем доступной информации; б) низкая степень ее достоверности.

В состав первой группы факторов — **факторов ликвидности** — предлагаем включить *ликвидность оцениваемых активов и размер оцениваемой доли в компании*. Данные факторы являются специфическими именно для непубличных компаний и корректно отражают разницу в уровне ликвидности между публичными и непубличными компаниями. Ликвидность непубличных компаний является более низкой, хотя бы потому, что их ценные бумаги (акции или ценные бумаги, конвертируемые в акции) не обращаются на рынке. Следовательно, при оценке их стоимости обязательно должен учитываться факт ограниченности

спроса на подобные активы. Отсутствие частных инвесторов приводит к тому, что у владельцев непубличных компаний ограничены возможности по «выходу» из компании. Минимальный спрос на миноритарные активы в непубличных компаниях приводит к тому, что в них премия за контроль, как правило, на порядок больше, чем в публичных компаниях.

Вторая группа факторов связана со **структурой собственности и управления непубличными компаниями** и, соответственно, включает в себя такие факторы, как *сложившаяся структура собственности и порядок принятия управленческих решений*. Особенностью непубличных компаний является то, что зачастую структура их владельцев характеризуется чрезвычайно низкой прозрачностью.

Что же касается порядка принятия управленческих решений, то в непубличных компаниях он очень часто предполагает отсутствие специальных корпоративных процедур и нередко является непрозрачным. Также стоит отметить, что в подавляющем большинстве непубличных компаний топ-менеджмент формируется не столько с позиции профессиональных качеств, сколько с позиции доверия со стороны собственников. Безусловно, такой подход к формированию топ-менеджмента приводит к снижению общего качества управления.

К факторам информационного характера, влияющим на стоимость непубличных компаний, мы предлагаем относить *ограниченный объем доступной информации и низкую степень ее достоверности*.

Ограниченный объем доступной информации обусловлен тем, что в подавляющем большинстве случаев непубличные компании осуществляют подготовку ограниченного количества документов, ориентируясь исключительно на требования действующего законодательства.

Низкая степень достоверности имеющейся информации связана с тем, что для многих непубличных компаний характерно наличие так называемых «серых активов», которые отражаются в их финансовой отчетности не полностью или не отражаются вообще. Стоит отметить

и то, что для непубличных компаний огромное значение имеют и разнообразные неформальные договоренности, достигнутые с другими субъектами экономической деятельности.

Список литературы:

1. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. Пер. с англ. — 2-е изд., исправл. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. — 884 с.
2. Исаев Е.И., Борисов И.Р. Проблема оценки стоимости непубличных компаний на развивающихся рынках / [Электронный ресурс]. — Режим доступа: URL: <http://scienceproblems.ru/problema-otsenki-stoimosti-nepublichnyh-kompanij-na-razvivajushchihsja-rynках.html> (дата обращения: 05.04.2015).
3. Македон В.В. Совершенствование системы оценки стоимости ТНК при подготовке сделки слияния или поглощения // Новый университет. — 2013. — № 2 (24). — С. 13—17 / [Электронный ресурс]. — Режим доступа: URL: http://www.universityjournal.ru/docs/EP_2_2013.pdf (дата обращения: 03.04.2015).
4. Рутгайзер В.М. Премии и скидки (при оценке стоимости бизнеса и пакетов акций) / [Электронный ресурс]. — Режим доступа: — URL: <http://fd.ru/articles/30318-stoimost-nepublichnogo-biznesa-povyshayushchie-factory> (дата обращения: 06.04.2015).
5. Стародуб В.А. Практическое применение экспресс-оценки стоимости бизнеса на основе сравнительного подхода / [Электронный ресурс]. — Режим доступа: URL: https://www.google.ru/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=39&ved=0CEMQFjAIOB4&url=http%3A%2F%2Fconf.sfu-kras.ru%2Fsites%2Fmn2014%2Fpdf%2Fd01%2Fs01%2Fs01_013.pdf&ei=JR0wVe_iGKPiywOtrYHoCA&usg=AFQjCNFITrIukawoR_0Z-EzSYcbx10fucg&bvm=bv.91071109,d.bGQ&cad=rjt (дата обращения: 05.04.2015).