

Оценка стоимости компаний

УДК 336.64

ФРОЛОВА Виктория Борисовна, доцент, кандидат экономических наук, профессор, департамент «Корпоративные финансы и корпоративное управление», ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва (E-mail: viktorinafrolova@mail.ru)

АДЖЕМЯН Анна Араевна, бакалавр ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва (E-mail: annaadzh@mail.ru)

МУРАКОВА Кира Константиновна, бакалавр ФГОБУ ВО «Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации», Москва (E-mail: kitten1539@mail.ru)

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ

Аннотация

Предметом исследования являлись вопросы формирования и оценки рыночной стоимости компаний. Проблемы оценки стоимости публичных компаний широко представлены в российской и зарубежной практике, в то время, как оценка непубличных компаний остается недостаточно проработанным вопросом, не имеющим однозначных вариантов решений.

Цель исследования состояла в выявлении наиболее доступных, информативных и достоверно отражающих стоимость компаний методов оценки, в частности, непубличных компаний.

Для достижения этой цели в работе поставлены и решены следующие

Задачи: изложены основные различия в подходах и доступности информационных источников принятия решений при оценке публичных и не публичных обществ; проанализированы методы оценки стоимости и возможные варианты их практического применения; представлены ключевые показатели, факторы их определяющие, коэффициенты и мультипликаторы, значения которых способствуют расширению информации, направленной на привлечение потенциального инвестора; проанализированы возможности он - лайн бирж и бизнес-платформ; продемонстрирован вариант оценки стоимости непубличной компании с применением элементов сравнительного метода.

Методы: В исследовании использованы следующие методы: диалектический, системный, сравнительного анализа, экономико-статистический.

Вывод состоит в том, что с целью привлечения инвесторов, непубличные компании должны быть сами заинтересованы в представлении о реальной стоимости своей компании, так как методы оценки доступные внешним пользователям информации носят относительных характер.

Ключевые слова: интеграция, акционерное общество, акции, биржа, капитал, оценка, риск, компания, дисконтирование, сравнение, активы, рентабельность, бизнес-платформа.

COMPANY'S VALUE ASSESSMNET

Victoria B. Frolova, Associate Professor, Candidate of Economic Sciences, Professor, Department of Corporate Finance and Corporate Management at Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow (E-mail: viktorinafrolova@mail.ru)

Anna A. Adzhemyan, Bachelor, Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow (E-mail: annaadzh@mail.ru)

Kira K. Murakova, Bachelor, Finance University under the Government of the Russian Federation, Moscow (E-mail: kitten1539@mail.ru)

VALUATION OF NON-PUBLIC COMPANIES

Abstract

Subject/Topic The subject of the study is the question of formation and valuation of market value of companies. Problems of valuation of public companies are widely represented in Russian and foreign practice, while the valuation of non-public companies remains very unexplored issue, with no clear solutions.

Goals/Objectives The purpose of the study was to identify the most acceptable, informative and accurate methods of valuation of the companies, in particular, non-public companies.

To achieve this goal in the work were set and solved the following tasks: set out the main differences in approach and availability of information sources of decision-making in the evaluation of public and non-public companies; analyzed evaluation methods and possible ways of their practical application; presented the key indicators, and factors determining them, factors and multipliers, the values of which contribute to the expansion of information aimed at attraction of potential investors; analyzed the possibilities of on-line exchanges and business platforms; demonstrated the valuation of non-public companies using elements of the comparative method.

Methodology In the study were used the following methods: dialectical, systemic, comparative analysis, economic-statistical.

Conclusion and Relevance To attract investors, private companies themselves should be interested in the information about the real value of the company, as the methods of assessment available to external users of information are of a relative nature.

Keywords: *integration, joint stock company, stock, exchange, capital, assessment, risk, company, discounting, comparing, assets, profitability, business platform.*

JEL classification: *G32*

Российская экономика не стоит на месте и с каждым годом все больше интегрируется в мировую экономическую систему. [1] Уже сложно найти крупную мировую биржу, где бы российские компании не выступали в качестве игрока на них и не предлагали бы там, для покупки, свои акции. [2] Процесс глобализации виден не только в разрезе бизнеса, но в законодательной сфере. Так, в 2014 году правительственные органы упразднили понятия ЗАО и ОАО, посчитав их неверными, вместо них были введены понятия публичного и непубличного акционерного общества. Это

было сделано с расчетом на более интенсивное проникновение мировых стандартов в нашу жизнь и для более легкого взаимодействия с другими странами, а также улучшения имиджа страны для иностранного инвестора [2].

На сегодняшний момент уже достаточно хорошо изучены проблемы оценки публичных акционерных обществ, но остаются вопросы при оценке непубличных компаний. К основным особенностям АО можно отнести следующее:

- В непубличных акционерных обществах акции и ценные бумаги размещаются по закрытой подписке и публично не обращаются.

- Уставной капитал такого АО составляет не менее 10000 руб.

- Учитывается также и максимальное количество акционеров такого общества — участников должно быть в АО не более 50.

- Акционеры могут организовать управление АО как угодно — оно может производиться избранным советом директоров или единолично назначенным руководителем АО.

- На собраниях акционеров может производиться переоценка стоимости ценных бумаг организации, их дополнительный выпуск или снижение количества [3, 4].

- Акционеры вправе наделять участников АО дополнительными правами.

Если рассматривать расчет балансовой стоимости компании, то тут различий между ПАО и АО нет, но вот при расчете рыночной стоимости начинаются расхождения [5]. Акции ПАО размещены в открытом доступе, а, следовательно, каждый может наблюдать за их динамикой [6]. Пользуясь данными с биржи можно легко произвести нужный расчет, но стоимость акций АО мы, как внешние пользователи, не знаем, и такой способ расчета не возможен. ПАО регулярно публикует необходимую для анализа отчетность, по которой и проводится оценка, в отличие от АО, где это необязательно.

Существует разные подходы к определению факторов, влияющих на оценку АО. Такое разнообразие объясняется, прежде всего, наличием в России различных точек зрения на правильное ведение бизнеса, интерпретацию в рамках терминологии, и масштаб проводимой оценки. К таким факторам можно отнести:

- Наличие достоверной и полной информации о компании, необходимой для ее оценки. Чаще всего это годовые отчеты и бухгалтерская отчетность. Они необходимы для того, чтобы понять, насколько эффективно компания работает, какие у неё есть перспективы и насколько она финансово устойчива.

- Ожидаемые условия изменения в стране и в отрасли. Это нужно для того, чтобы понимать, насколько безопасно вкладывать в компанию на данном промежутке времени.

- Положение компании в отрасли, её конкурентоспособность.
- Синергетические эффекты от сделок по слиянию и поглощению [7].
- Рискованность бизнеса, прежде всего объясняющаяся его размерами.
- Размер компании.
- Структура собственности оцениваемой компании [8].

Если говорить о методах, применяемых при оценке стоимости непубличных компаний, то стоит отметить, что строго устоявшегося набора методов не существует и по сей день. При оценке цены бизнеса, каждое заинтересованное лицо само решает какими методами руководствоваться при определении стоимости. Вместе с тем, нельзя говорить о точности и адекватности полученных результатов, так как компании, не торгующиеся на бирже, зачастую не поддаются определенным рыночным тенденциям и закономерностям.

В целом современные методы оценки не сильно отличаются от традиционных. Поэтому в настоящее время крупные инвесторы и различные фонды оценивают цену бизнеса на основании рассчитанных коэффициентов, различных мультипликаторов, а также дисконтирования денежных потоков и чистых активов.

Рассмотрим каждый из названных методов и определим, насколько та или иная методика подходит для оценки стоимости непубличных компаний.

Один из названных методов – это дисконтирование денежных потоков. Суть его заключается в том, что стоимость компании определяется как сумма свободных денежных потоков будущих периодов. Эта сумма дисконтируется с учетом возможных рисков, а за ставку дисконтирования принимается средневзвешенная стоимость капитала. Сложность для непубличных компаний состоит в том - что конкретно принимать за ставку дисконтирования в таком случае. На наш взгляд наиболее предпочтительным является расчет данной ставки на основе рентабельности капитала. Существует несколько способов расчета, с ними вы можете ознакомиться в таблице 1.

Таблица 1 – Способы расчета ставки дисконтирования на основе рентабельности капитала¹

	Способ расчета	Особенности Оценки
ROA	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя величина активов}}$	Оценка ставки дисконтирования для предприятий, которые не

¹ Информация взята из статьи И. Жданова «Ставка дисконтирования. 10 современных методов расчета» (Доступно на сайте: <http://finzz.ru>)

		имеют эмиссий обыкновенных акций и которые имеют как собственный, так и заемный капитал
ROE	$\frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}}$	Оценка ставки дисконтирования для предприятий, имеющих только собственный капитал
ROCE	$\frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивидендные}}{\text{Собственный капитал} + \text{Долг. обязательства}}$	Оценка ставки дисконтирования для предприятий с эмиссиями обыкновенных акций
ROACE	$\frac{\text{Чистая прибыль} - \text{Дивидендные}}{\text{Средний заимствованный капитал}}$	Оценка ставки дисконтирования для предприятий со средним задействованным капиталом, имеющих выпуски обыкновенных акций

Вместе с тем, у данного метода есть ряд недостатков и допущений. На практике достаточно сложно спрогнозировать темп роста продаж и выручки, а также заложить возможные риски для инвестора [9]. Кроме этого уже долгое время ведутся споры относительно правильности выбранной ставки дисконтирования. Встает вопрос выбора действительно верного показателя, а если же использовать показатель стоимости капитала, то опять-таки возникает сложность с определением этой самой средневзвешенной ставки капитала.

Другой метод – метод чистых активов, заключается в оценке всех активов и обязательств по рыночной стоимости иначе данный метод называется затратным. Преимуществом метода является возможность качественной проверки полученной стоимости компании на основании предоставленной компанией бухгалтерской отчетности.

Однако можно также говорить о возникающих трудностях при использовании данного метода, поскольку некоторые статьи баланса достаточно сложно измерить и дать им справедливую оценку, например, интеллектуальную собственность оценить довольно проблематично.

Кроме указанных выше методов оценки стоимости компании, существует еще один, который также можно назвать сравнительным. В данном методе оценка стоимости целевой непубличной компании определяется путем сравнения ее с аналогичными компаниями одной отрасли, которые котируются на бирже. Сравнение производится на основе сопоставления финансовых показателей таких, как EBIT, EBITDA, темпы роста стоимости. Затем рассчитываются коэффициенты, на основании которых и определяется стоимость непубличной компании.

Анализируя данную модель оценки, можно сделать вывод, что на практике может оказаться достаточно проблематичным поиск аналогичных, схожих по объемам деятельности компаний одной отрасли, особенно этот метод трудно реализуем в российских реалиях. Кроме того, для всех расчетов по данной методике необходим определенный набор показателей, которые не всегда есть в открытом доступе, то есть существует сложность в сборе информации для ее реализации.

Далее предлагается расчет стоимости непубличной компании на примере автомобильного концерна Renault. Оценка будет производиться на основе расчета коэффициентов по компаниям-конкурентам автомобильной отрасли с примерно одинаковым размером выручки. Для получения данных воспользуемся информационным ресурсом СПАРК, а также отчетностью компаний, размещаемой на официальном сайте организаций.

Для сравнительного анализа были взяты компании AUDI AG и Volkswagen, так как данные компании за 2015 год имеют относительно схожий размер выручки. Исходные данные, а также рассчитанные коэффициенты представлены в таблице 2.

Таблица 2 - Сравнительная характеристика компаний AUDI AG и Volkswagen по ключевым показателям за 2015 год, млрд. евро

Показатель	AUDI AG	Volkswagen
Выручка	58,4	73,95
ЕВИТДА	7,4	5,7
Среднесписочная численность работников(ССЧ)	83270	576 040
Рыночная капитализация [10]	35,9	66,7
Денежные средства и их эквиваленты	17	20,9
Сумма долга	2	25,8
Стоимость компании	20,9	71,6
Стоимость компании/Выручка	0,358	0,968
Выручка/ССЧ	701 333	128 376
Стоимость компании/ССЧ	250990	124 297

На основе полученных данных и рассчитанных коэффициентов отношения стоимости компании (так называемый EnterpriseValue) к выручке, а также отношения выручки и стоимости компании к среднесписочной численности работников соответственно произведем расчет стоимости анализируемой компании (табл.3).

Таблица 3 - Определение стоимости компании Renault на основе сравнительного подхода, млрд. евро

Выручка	67,24
----------------	--------------

Среднесписочная численность работников (ССЧ)	120 136
Выручка/ССЧ	559 658
Расчет стоимости компании Renault	
Стоимость компании (наибольшее значение Стоимость компании/Выручка)	65,08
Стоимость компании (среднее значение Стоимость компании/Выручка)	44,58
Стоимость компании (наибольшее значение по отношению Стоимость компании/ССЧ)	30,15
Стоимость компании (среднее значение Стоимость компании/ССЧ)	22,54
Среднее значение стоимости компании	40,59

Как можно видеть из полученных результатов, значение стоимости компании, рассчитанное на основе финансовых показателей компаний с примерно равным уровнем выручки и принадлежащим одной отрасли, находится в интервале от 22,54 до 65,08 млрд евро, соответственно среднее значение равно 40,59 млрд. евро.

Кроме перечисленных выше методов оценки бизнеса, стоит также отметить появившиеся относительно недавно онлайн бизнес-платформы, представляющие собой некую биржу покупки и продажи компаний. Данные онлайн площадки являют собой некий инструмент, посредством которого происходит взаимодействие между покупателем и продавцом.

С точки зрения полезности для рассмотренной в данной статье проблеме расчета стоимости компаний следует выделить несколько положительных характеристик, в частности, для продавцов бизнеса информация, полученная из выше указанных бизнес-платформ, может служить неким ориентиром в определении примерной стоимости компании, так как на таких площадках собрано разнообразие всевозможных видов бизнеса и выбрав нужные критерии поиска, система выдаст список компаний, примерно такого же уровня и размера с уже объявленными ценами продажи, что позволит наиболее объективно оценить стоимость продаваемой компании.

Анализируя работу данных платформ, можно сказать, что в условиях неопределенности информация, размещенная на онлайн биржах, позволяет получить представление о текущих рыночных тенденциях в сделках купли-продажи бизнеса и, как и на любом рынке здесь также существует закон спроса и предложения, который отражает политику ценообразования на тот или иной бизнес. Имея такую информацию, как продавец, так и покупатель могут менять заявленную стоимость компании, получая тем самым наибольший эффект от совершения операций по покупке и продаже бизнеса.

В целом, проведенное исследование позволяет сделать вывод о том, что оценить стоимость непубличных компаний довольно сложно, так как всю

нужную для расчетов информацию можно получить только в самой организации. Это ставит большие преграды перед инвестором, так как он не может определить возможные перспективы бизнеса. Поэтому необходимо компаниям самостоятельно проводить оценку своей стоимости, как четкий ориентир развития, направленный на привлечение новых инвесторов.

Список литературы:

1. Фролова В.Б., Панкова О.Н. Финансовый потенциал России: негативные последствия // Экономика. Налоги. Право. 2015. № 1. С. 66-71.
2. Фролова В.Б., Бикеева Ю.Т. Влияние геополитического фактора на динамику иностранных инвестиций, как источника финансирования реального сектора // Современные научные исследования и инновации. 2014. № 11-2 (43). С. 155-159.
3. Фролова В.Б. Стратегические ориентиры принятия решения по INITIAL PUBLIC OFFERING // Научно-методический электронный журнал Концепт. 2015. № 10. С. 121-125.
4. Фролова В.Б. Проблематика IPO как источника финансирования деятельности организации // Экономика. Бизнес. Банки. 2014. № 1 (6). С. 110-119.
5. Аджемян А.А., Муракова К.К., Фролова В.Б. Выявление динамических зависимостей изменения рыночной стоимости нефтяных компаний // Современные научные исследования и инновации. 2016. № 11 (67). С. 352-360.
6. Фролова В.Б., Нагибин Г.В. Оценка ценных бумаг в современных условиях: альтернативные инвестиционные решения // Экономика. Бизнес. Банки. 2016. № 1 (14). С. 60-67.
7. Фролова В.Б., Маклакова Т.Р. Влияние процессов реструктуризации компаний на их рыночную стоимость // Экономика и предпринимательство. 2015. № 12-3 (65-3). С. 621-626.
8. Фролова В.Б. Оптимизация структуры капитала // Вестник МГУП имени Ивана Федорова. 2011. № 2. С. 407-412.
9. Фролова В.Б. Доходность и риск – основные критерии принятия инвестиционного решения // Научные исследования: от теории к практике. 2015. Т. 2. № 2 (3). С. 334-337.
10. Фролова В.Б., Хань Т.Ф. Выявление факторологических зависимостей изменения рыночной капитализации медиахолдингов // Экономика. Бизнес. Банки. 2016. № 4 (17). С. 85-91.

Reference:

- Frolova, Pankova (2015) - Frolova V.B., Pankova O.N. The financial potential of Russia: the negative consequences [Finansovyyiye potentsial Rossii: negativnyie posledstviya], Economy. Taxes. Right. [Ekonomika. Nalogi. Pravo.] 2015. # 1. p. 66-71. [in Russian]
- Frolova, Bikeeva (2014) - Frolova V.B., Bikeeva Yu.T. The geopolitical factors in the dynamics of foreign investment as a source of financing the real sector [Vliyanie geopoliticheskogo faktora na dinamiku inostrannyih investitsiy, kak istochnika finansirovaniya realnogo sektora], Modern scientific research and innovation [Sovremennyye nauchnyie issledovaniya i innovatsii] 2014. # 11-2 (43). p. 155-159. [in Russian]

Frolova (2015) - Frolova V.B. Strategic guidelines for deciding INITIAL PUBLIC OFFERING [Strategicheskie orientiryi prinyatiya resheniya po INITIAL PUBLIC OFFERING], Scientific Methodological Concept electronic magazine [Nauchno-metodicheskiy elektronnyiy zhurnal Kontsept] 2015. # 10. p. 121-125. [in Russian]

Frolova (2014) - Frolova V.B. The issue of IPO as a source of funding for the organization of activities [Problematika IPO kak istochnika finansirovaniya deyatelnosti organizatsii], Economy. Business. Banks. [Ekonomika. Biznes. Banki.] 2014. # 1 (6). p. 110-119. [in Russian]

Frolova, Adjemian, Murakawa (2016) Adjemian, A. A., Murakawa K. K., Frolova, V. B., Detection of dynamic variations in the market value of oil companies [Vyyavleniye dinamicheskikh zavisimostey izmeneniya rynochnoy stoimosti neftyanykh kompaniy] Modern scientific researches and innovations. [Sovremennyye nauchnyye issledovaniya i innovatsii] 2016. # 11 (67). P. 352-360. [in Russian]

Frolova, Nagibin (2016) Frolova, V. B., Nagibin G. V. Valuation of securities in modern conditions: alternative investment solutions [Otsenka tsennykh bumag v sovremennykh usloviyakh: alternativnyye investitsionnyye resheniya], Economy. Business. Banks. [Ekonomika. Biznes. Banki.] 2016. # 1 (14). P. 60-67. [in Russian]

Frolova, Maklakova (2015) Frolova V.B, Maklakova T. R. the Impact of restructuring processes of companies in their market value [Vliyaniye protsessov restrukturyzatsii kompaniy na ikh rynochnuyu stoimost], Economics and entrepreneurship. [Ekonomika i predprinimatelstvo] 2015. # 12-3 (65-3). P. 621-626. [in Russian]

Frolova (2011) - Frolova V.B. Optimize capital structure [Optimizatsiya strukturyi kapitala], Herald MGUP named after Ivan Fedorov [Vestnik MGUP imeni Ivana Fedorova] 2011. # 2. p. 407-412. [in Russian]

Frolova (2015) Frolova V. B. Profitability and risk are the main criteria for investment decision-making [Dokhodnost i risk – osnovnyye kriterii prinyatiya investitsionnogo resheniya], research: from theory to practice [Nauchnyye issledovaniya: ot teorii k praktike]. 2015. Vol. 2. # 2 (3). P. 334-337. [in Russian]

Frolova, Han (2016) – Frolova V.B., Han T. F. Identification of factorregister variations of the market capitalization of media companies [Vyyavleniye faktorologicheskikh zavisimostey izmeneniya rynochnoy kapitalizatsii mediakholdingov] Economics. Business. Banks. [Ekonomika. Biznes. Banki.] 2016. # 4 (17). P. 85-91. [in Russian]