

Проблемы применения сравнительного подхода к оценке бизнеса в современной российской экономике

Наумкин С.С., студент финансово-экономического факультета,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Научный руководитель: **Андрианова Ю.В.**, к.э.н., доцент департамента
Корпоративных финансов и корпоративного управления,
Финансовый университет при Правительстве РФ, Москва, Россия

Аннотация. В данной статье проанализированы основные причины возникающих сложностей и проблем при применении сравнительного подхода к оценке бизнеса на практике в современных российских условиях. Также рассмотрены основные особенности и проблемы двух ключевых рынков для поиска ценовой информации для использования сравнительного подхода в оценке бизнеса – фондового рынка и рынка слияний и поглощений.

Ключевые слова: оценка стоимости бизнеса, сравнительный подход, фондовый рынок, слияние и поглощение.

Problems of using a market approach to business valuation in the modern Russian economy

Naumkin S. S., student, faculty of finance and economics,
Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
Russia

Supervisor: **Andrianova J.V.**, candidate of economic Sciences, Associate Professor,
Financial University under the Government of the Russian Federation, Moscow,
Russia

Annotation. This article analyzes the main reasons for the difficulties and problems connected with using a market approach to business valuation in practice in

modern Russian economy. The main features and problems of two key markets for searching price information for using a market approach to business valuation – the stock market and the mergers and acquisitions market.

Keywords: business valuation, market approach, stock market, mergers and acquisitions

Некоторые исследователи часто указывают на большую популярность сравнительного подхода в оценке бизнеса, которая, прежде всего, обусловлена кажущейся простотой применения данного подхода с точки зрения его методологии. Однако сравнительный подход в оценке бизнеса не менее сложный и противоречивый в сравнении с доходным особенно в условиях развивающегося рынка.

Одной из ключевых трудностей, с которой сталкивается оценщик, применяя сравнительный подход в условиях отечественной практики, является поиск информации о сделках с объектами-аналогами, поскольку на фондовом рынке котируется ограниченное число компаний, а сделки слияния и поглощения (M&A) можно считать достаточно закрытым. Часто это может послужить причиной отказа от применения сравнительного подхода в российских отчетах об оценке.

Сложности применения сравнительного подхода в оценке бизнеса в нынешних российских условиях можно условно разделить на две группы. Во-первых, проблемы, связанные с функционированием национального фондового рынка для целей оценки стоимости бизнеса. Во-вторых, проблемы, относящиеся к особенностям рынка слияний и поглощений в России для целей оценки бизнеса.

Первая группа проблема связана с относительной молодостью российского фондового рынка и с рядом особенностей, существующих на данный момент. Отечественный фондовый рынок в традиционном понимании начал формироваться значительно позже, чем в других странах. Относительная незрелость национального фондового рынка влияет на его высокую

волатильность, подверженность манипулированию и спекуляции, а также на существенную зависимость от цен на нефть. Наличие повышенной волатильности связано с относительно низкой ликвидностью, а также с особенностями структуры и концентрации фондового рынка.

Одним из важнейших факторов существования специфических особенностей российского фондового рынка является значительно меньший объем капитализации, чем в развитых странах. С этим связана сильная подверженность отечественного рынка манипуляциям со стороны инвесторов. Также сложностью для применения метода рынка капитала сравнительного подхода к оценке публичных компаний в России является концентрация большей части капитализации у небольшого числа крупнейших компаний. Как видно из (Рис. 1), значительная доля суммарной капитализации на российском фондовом рынке принадлежит 10 крупнейшим эмитентам. Доля капитализации десяти крупнейших российских эмитентов за последние годы значительно не изменилась и всегда составляла около 60%.

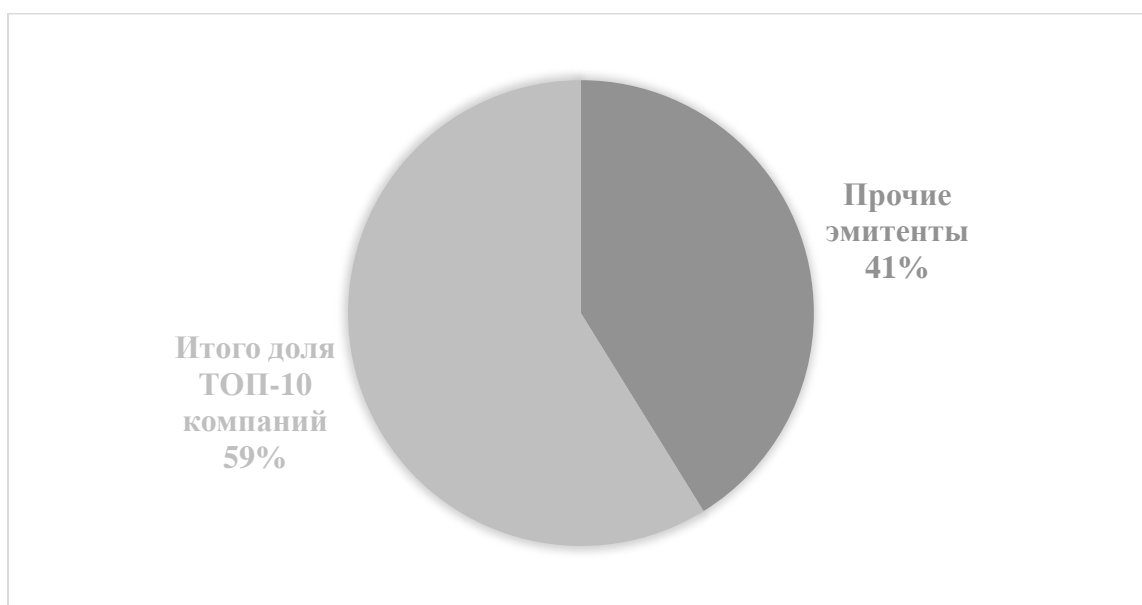


Рис. 1 – структура суммарной капитализации на российском фондовом рынке по итогам 2019 года¹

Как видно из (Рис 2.), почти все компании, входящие в десять крупнейших эмитентов на Московской бирже, относятся к добывающей или обрабатывающей

¹ Составлено автором на основании данных ПАО «Мосбиржа» за 2019 год.

отрасли промышленности. Капитализация добывающих компаний составляет более 80% из суммарной капитализации десяти крупнейших компаний, что свидетельствует о слабой диверсификации существующего рынка. Следовательно, поиск информации для применения сравнительного подхода к оценке публичных компаний, функционирующих не в добывающей и обрабатывающей промышленности, становится очень затруднительным. Данный факт подтверждает еще и то, что около 70% внутрибиржевого оборота акций приходится на ценные бумаги крупнейших эмитентов.

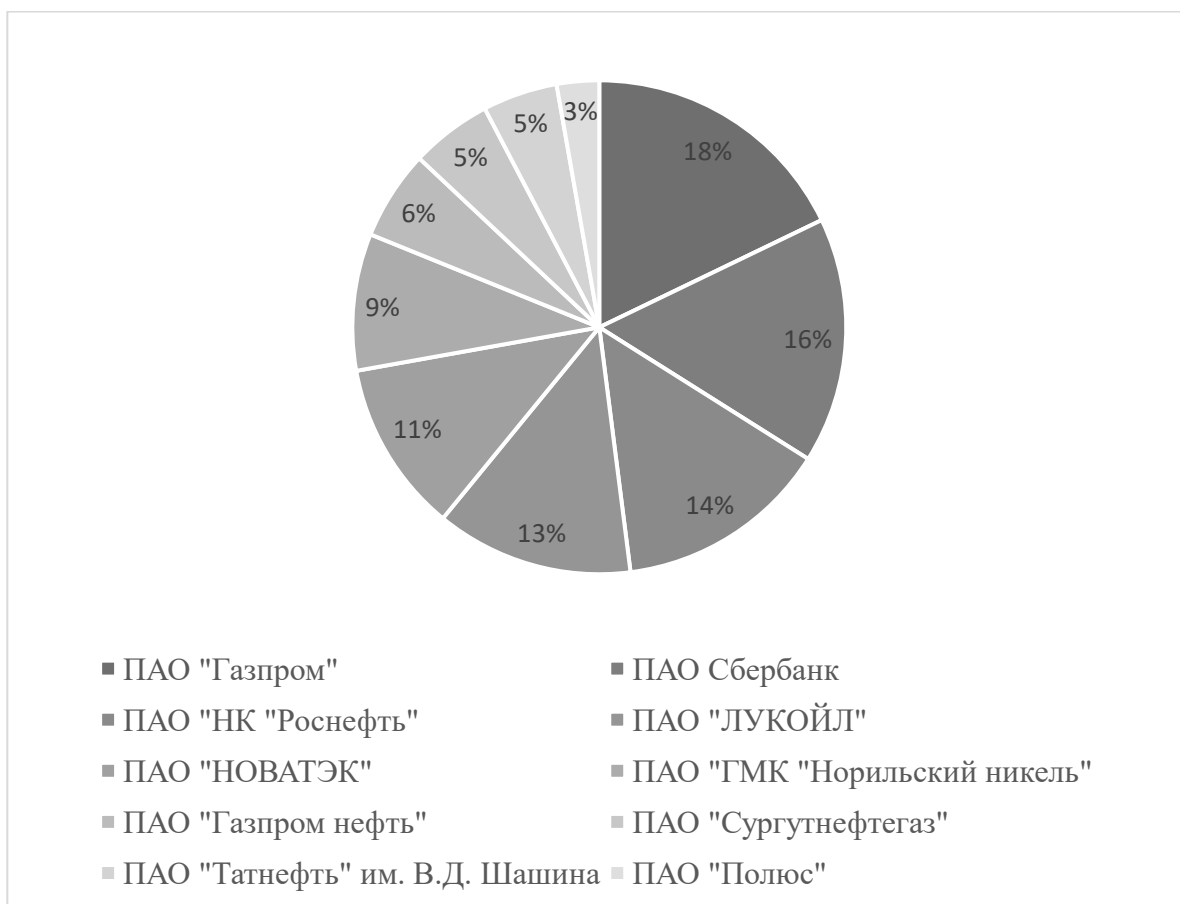


Рис. 2 – структура суммарной капитализации 10 крупнейших эмитентов на российском фондовом рынке²

Из-за высокой концентрации отечественного фондового рынка, список российских «голубых фишек» почти полностью дублирует список десяти крупнейших эмитентов по капитализации³. Как видно из (Табл. 1), большинство

² Составлено автором на основании данных ПАО «Мосбиржа» за 2019 год.

³ Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка // Финансы и кредит. – 2014. – No 10 (586) с. 44.

компаний, входящих в перечень российских «голубых фишек» относятся к сырьевой промышленности, что еще раз подтверждает довод о слабой диверсификации нынешней национальной экономики.

Таблица 1

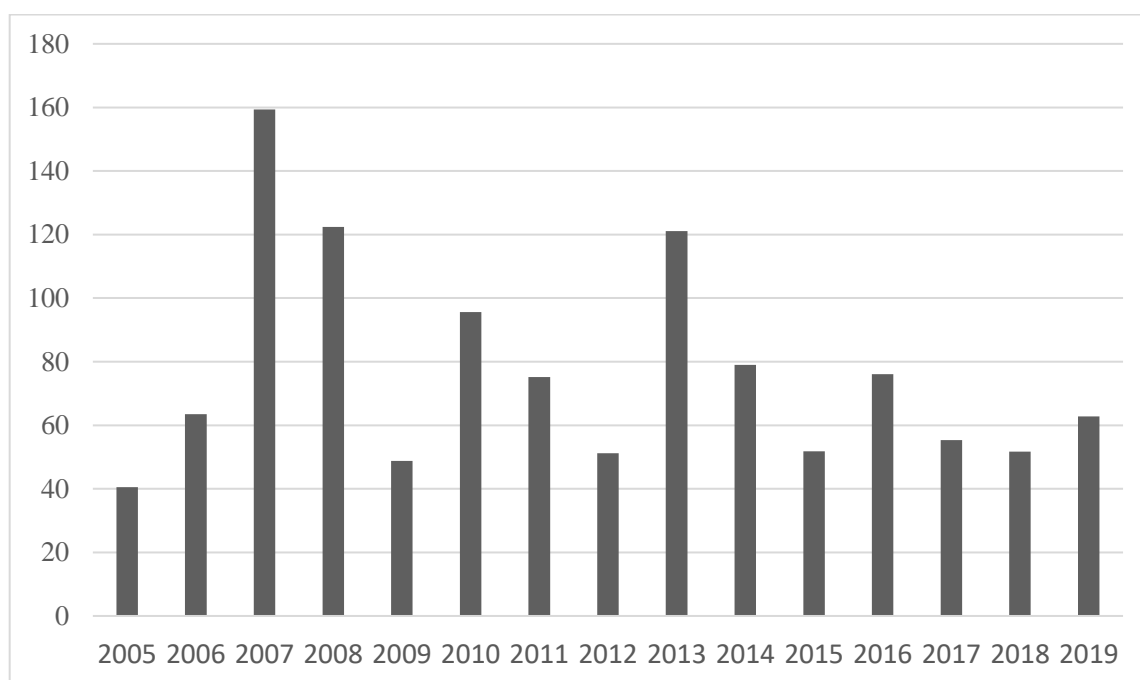
База расчета индекса «голубых фишек»⁴

Наименование	Количество выпущенных акций	Коэффициент free-float
ПАО "Газпром", ао	23 673 512 900	46%
ПАО "ЛУКОЙЛ", ао	715 000 000	54%
ПАО Сбербанк, ао	21 586 948 000	48%
ПАО "ГМК "Норильский никель", ао	158 245 476	38%
ПАО "НОВАТЭК", ао	3 036 306 000	21%
Яндекс Н.В., акции иностранного эмитента	292 597 655	96%
ПАО "НК "Роснефть", ао	1 0598 177 817	11%
ПАО "Татнефть" им. В.Д. Шашина, ао	2 178 690 700	32%
ПАО "Сургутнефтегаз", ао	35 725 994 705	25%
ПАО "МТС", ао	1 998 381 575	45%
Икс 5 Ритейл Груп Н.В.	271 572 872	41%
ПАО "Магнит", ао	101 911 355	71%
АК "АЛРОСА" (ПАО), ао	7 364 965 630	34%
ПАО "Северсталь", ао	837 718 660	20%
ПАО "НЛМК", ао	5 993 227 240	19%

Также из таблицы 1 видно, что у абсолютного большинства компаний коэффициент free-float (доля акций в свободном обращении) меньше 50%, только у трех компаний данный показатель превышает 50%. Для сравнения, у 7 из 10 крупнейших эмитентов США, коэффициент free-float составляет 100%, у остальных 75-85%. Показатель free-float имеет большое значение для изучения и анализа ликвидности акций, его высокое значение указывает на высокую ликвидность ценных бумаг на рынке. Столь низкие значения доли акций, находящихся в свободном обращении, в сочетании с тем, что крупные сделки имеют нерегулярный характер, сильно усложняют задачу по поиску ценовой информации для проведения оценки методами сравнительного подхода.

⁴ Источник: официальный сайт Московской биржи. [Электронный ресурс] // Режим доступа: <http://moex.com/a598> (отчет на 29.12.2019)

Второй группой проблем для использования сравнительного подхода в оценке бизнеса в современной отечественной экономике являются особенности, связанные с функционированием российского рынка слияний и поглощений (M&A). Так же, как и фондовый рынок, существующий рынок слияний и поглощений можно назвать достаточно молодым, поскольку первые классические поглощения в России появились лишь в 1990-х годах, в то время как первые сделки по принципу горизонтальной интеграции на Западе прошли в начале прошлого века.⁵



**Рис. 3 – динамика объема сделок M&A в России в период в 2005-2019 гг.
(млрд. долл. США)⁶**

При этом, российский рынок M&A стремительно развивался, и уже в 2003 году Россия, по данным аудиторской компании PwC, стала лидером по объему сделок в области слияний и поглощений в Центральной и Восточной Европе. Однако темпы развития рынка слияния и поглощения, как видно из (Рис. 3), достаточно стремительны, но подвержены влиянию изменений в общей конъюнктуре – кризисам, политической обстановке и т.д.

⁵ Сонникова А.В. История развития и перспективы мирового рынка слияний и поглощений / А. В. Сонникова // Финансы, денежное обращение и кредит. -2011. -№7 (80). – с. 151.

⁶ Составлено автором на основании отчета KPMG «Рынок слияния и поглощения в России». [Электронный ресурс] // Режим доступа: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2020/02/ru-ru-ma-survey-2019.pdf> (дата обращения: 07.06.2020)

Помимо этого, отечественный рынок слияний и поглощений отличается длительностью транзакций. Сделки на российском рынке M&A совершаются медленно из-за частых изменений конъюнктуры, это приводит к тому, что стороны не могут договориться об условиях сделки. Объем незавершенных сделок в последние годы достаточно растет, следовательно, можно сделать вывод о том, что рынок имеет потенциал расти быстрее, чем сейчас.

Вдобавок специфической особенностью российского рынка слияний и поглощений является активное участие государства не только в роли регулятора, но и с позиции формирования крупнейших холдингов и корпораций. Часто создание такого рода корпораций направлено на быстрый рост экономического потенциала компании за счет объединения активов.

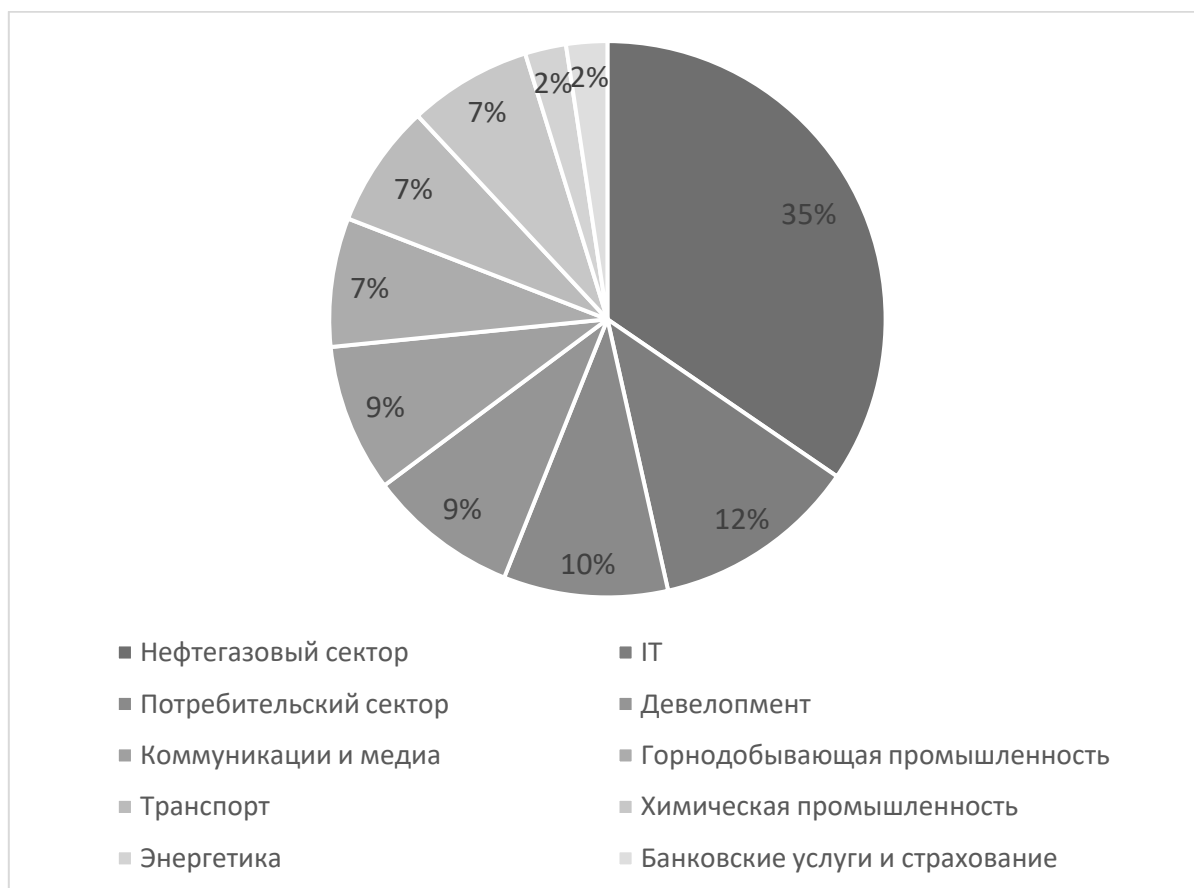


Рис. 4 – удельный вес отраслей по сумме сделок на рынке M&A в России в 2019 года⁷

Также российский рынок M&A, как и фондовый рынок, характеризуется значительной концентрацией сделок в отдельных отраслях. Как видно из (Рис.

⁷ Составлено автором на основании отчета KPMG «Рынок слияния и поглощения в России в 2019 году»

4), более 30% суммы сделок на российском рынке слияния и поглощения приходится на нефтегазовый сектор. В этом проявляется схожесть с фондовым рынком, на котором большая часть компаний относится к добывающей отрасли. Однако на рынке M&A достаточно широко представлены компании, относящиеся к информационным технологиям, девелопменту и коммуникациям. Следовательно, в случае M&A применение метода сделок сравнительного подхода становится более реальным. Но стоит учитывать, что рынок слияний и поглощений является в значительной степени закрытым и информации по суммам сделок и мультипликаторам может оказаться недоступной. Все же ограниченность отраслей, в которых происходят сделки по слиянию и поглощению, сильно затрудняет поиск информации для оценки организаций, ведущих свою деятельность в других сферах.

Подводя общую черту, можно сделать вывод о проблемах, связанных с применением сравнительного подхода в оценке бизнеса в России. Во-первых, относительная молодость отечественного фондового рынка, который является основным источником ценовой информации для применения метода рынка капитала для оценки публичных компаний. Поиск информации для данного метода будет сильно затруднен из-за низкой диверсификации фондового рынка (большая часть компаний относится к добывающей и обрабатывающей промышленности), из-за высокой концентрации рынка (наиболее значительная доля сделок приходится на десять крупнейших компаний), а также из-за низкой доли акций компании в свободном обращении. Во-вторых, специфические характеристики российского рынка слияний и поглощений приводят к сложностям применения метода сделок сравнительного подхода к оценке бизнеса. Поскольку, как и на фондовом рынке, на рынке M&A большая часть сделок совершается в нефтегазовом и в нескольких других секторах экономики, это может стать препятствием для использования метода сделок в оценке компаний из других отраслей.

Библиографический список

1. Дарушин И.А., Львова Н.А. Российские эмитенты: вызовы формирующегося рынка // Финансы и кредит. – 2014. – № 10 (586)
2. Загребельная Н.С. Мировой и Российский рынки слияний и поглощений / Н.С. Загребельная // Вестник МГИМО Университета. – 2015. – № 2 (41).
3. Официальный сайт ПАО «Мосбиржа» [Электронный ресурс] / – Режим доступа: <https://www.moex.com/>
4. Рынок слияния и поглощения в России в 2019 году [Электронный ресурс] // АО «КПМГ». Режим доступа: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2020/02/ru-ru-ma-survey-2019.pdf>
5. Рынок слияний и поглощений. Итоги 2019 года. Все отрасли. [Электронный ресурс] // ЗАО «АК&М». Режим доступа: <http://mergers.akm.ru>
6. Сонникова А.В. История развития и перспективы мирового рынка слияний и поглощений / А. В. Сонникова // Финансы, денежное обращение и кредит. – 2011. – №7 (80).

References

1. Darushin I.A., Lvova N.A. Russian issuers: challenges of the emerging market // Finance and credit. - 2014. - № 10 (586)
2. Zagrebelnaya N.S. Global and Russian markets for mergers and acquisitions / N. S. Zagrebelnaya // Bulletin of MGIMO University. – 2015. – № 2 (41).
3. Official website of Moscow Exchange [Electronic resource] / - access Mode: <https://www.moex.com/>
4. Market of mergers and acquisitions in Russia in 2019 [Electronic resource] / JSC «KPMG». Mode of access: <https://assets.kpmg/content/dam/kpmg/ru/pdf/2020/02/ru-ru-ma-survey-2019.pdf>
5. The market of mergers and acquisitions. The end of 2019. All industry. [Electronic resource] // JSC «AK&M». Mode of access: <http://mergers.akm.ru>

6. Sonnikova A.V. History of development and prospects of the world market of mergers and acquisitions / A.V. Sonnikova // Finance, monetary circulation and credit. – 2011. – №7 (80).