

УДК 338.5

## Методологические и практические аспекты оценки стоимости нерыночных компаний

**Тарасов Алексей Игоревич**

Аспирант,

Центр перспективных экономических исследований,

Академия наук Республики Татарстан,

420111, Российская Федерация, Казань, ул. Островского, 23/1;

e-mail: tarasov.alexey@inbox.ru

### Аннотация

Предметом исследования настоящей статьи является процесс оценки рыночной стоимости нерыночных компаний. Проведен анализ существующей ситуации в России и Республике Татарстан, который выявил негативные тенденции, связанные с падением темпа роста валового регионального продукта, снижением инвестиционной и инновационной активности организаций, замедлением экономических процессов в различных секторах экономики, в том числе в телекоммуникационной отрасли. Обоснована актуальность проблемы оценки стоимости нерыночных компаний, связанной, в том числе, с их спецификой. Проведено исследование различных методологических аспектов изучаемой проблемы, проведена оценка стоимости нерыночной компании с использованием статистических данных телекоммуникационной компании ПАО «Таттелеком».

### Для цитирования в научных исследованиях

Тарасов А.И. Методологические и практические аспекты оценки стоимости нерыночных компаний // Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2017. Том 7. № 4А. С. 165-172.

### Ключевые слова

Нерыночные компании, стоимость бизнеса, телекоммуникационная отрасль, капитализация, дисконт.

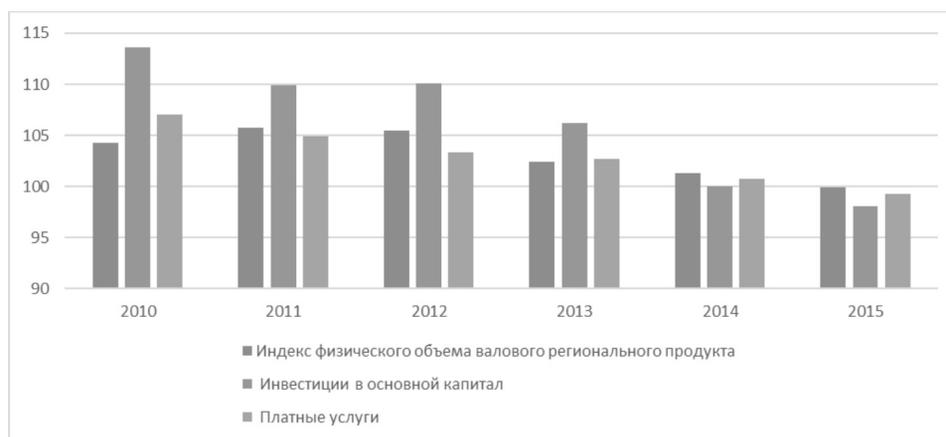
## Введение

Современный этап общественного развития нашей страны связан с повышением конкуренции на внутреннем и внешнем рынках. Условия осуществления предпринимательской деятельности можно охарактеризовать как негативные. В связи с усложнением ситуации на геополитической арене, снижением цены на нефть, санкциями со стороны развитых

государств и ответными действиями с нашей стороны бизнес сталкивается с серьезными трудностями, что отражается на показателях финансово-хозяйственной деятельности. Ухудшается положение региональных предприятий, что способствует значительному разрыву между уровнями экономического развития предприятий различных регионов.

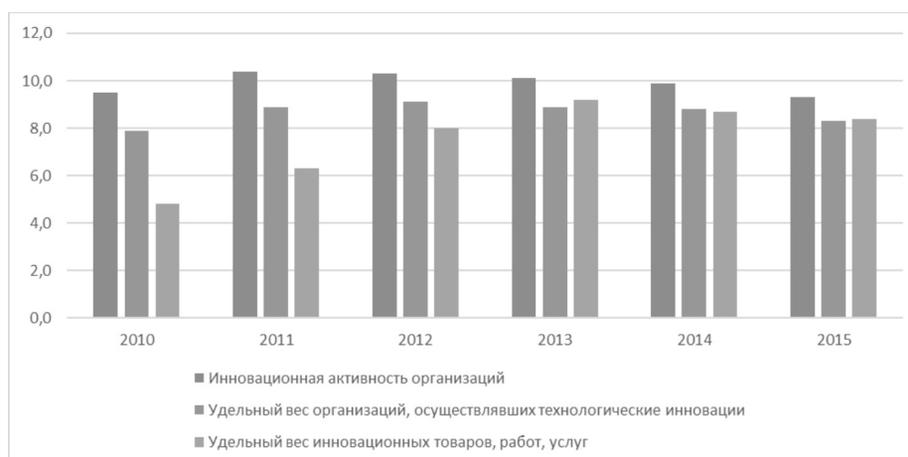
### Экономическое положение Татарстана

Рассмотрим экономическую сферу Республики Татарстан. На рис. 1 представлена динамика индексов физического объема валового регионального продукта, инвестиций в основной капитал и платных услуг населению.



**Рисунок 1. Динамика индексов физического объема валового регионального продукта, инвестиций в основной капитал и платных услуг в Республике Татарстан [Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики..., www]**

Представленные статистические данные демонстрируют снижение всех представленных индексов, причем наибольшее падение наблюдается в инвестициях и оказании платных услуг. Также снижается уровень инновационного развития, что можно увидеть на рис. 2.



**Рисунок 2. Характеристика уровня инновационного развития организаций Республики Татарстан [там же]**

Анализ показал, что начиная с 2013 года наблюдается снижение инновационной активности организаций, то есть количество организаций, осуществляющих инновационную деятельность, уменьшается. Особую значимость в современном обществе имеют технологические инновации, поэтому уменьшение количества компаний, внедряющих в свою деятельность технологические инновации, очень негативно сказывается на общем уровне развития экономики региона, в том числе в телекоммуникационной отрасли. Удельный вес производимых инновационных товаров и услуг тоже уменьшается.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что подобные условия не только не способствуют, но, напротив, ограничивают возможности организаций осуществлять эффективную деятельность, повышать конкурентоспособность, привлекать дополнительные инвестиции для расширения и поддержания бизнеса. В связи с этим становится понятной необходимость корректной оценки рыночной стоимости компаний с учетом различной специфики и практических аспектов ведения бизнеса.

### **Пример оценки стоимости нерыночных компаний**

Проблема выбора методов оценки рыночной стоимости компаний давно является предметом научных дискуссий множества российских и иностранных исследователей. Помимо привлечения инвестиций в бизнес, оценка стоимости значима и с точки зрения возможности применения концепции ценностно-ориентированного управления, под которым понимаются различные хозяйственные операции с продажей (слиянием, поглощением), то есть сделками, которые требуют обязательной оценки. В качестве дискуссионных выступают вопросы расчета ставок капитализации и дисконтирования, возможного соответствия ожиданий инвесторов в отношении норм отдачи на вложенный капитал и др. [Graham, Michael, Jack, 2002; Качеянц, Колесникова, 2010; Красюк, 2015; Подкопаев, 2014].

Однако существует проблема, решению которой посвящено не так много работ, но важность ее в российской действительности не подлежит сомнению. Оценке нерыночных компаний и ее методам отводится незаслуженно мало места в научной литературе, в то время как в нашей стране нерыночных компаний намного больше, чем публичных, в связи с чем развитие существующих и разработка новых методов и приемов анализа и оценки стоимости нерыночных компаний являются актуальными. Значимость данной задачи обусловлена также:

- несовершенством методологии оценки;
- нестабильной ситуацией в экономике, которая подвержена высоким рискам и неопределенностям;
- расширением использования концепции ценностно-ориентированного управления;
- увеличением количества хозяйственных операций с продажей (слиянием, поглощением), которые подлежат обязательной оценке [Jensen, Meckling, 1976].

Сегодня достаточно затруднительно найти комплексный подход к анализу, который включал бы широкий круг методов исследования и был бы фундаментальным и взвешенным. Авторы большинства публикаций рассматривают отдельные варианты решения проблемы, а не их совокупность [Graham, Michael, Jack, 2002; Jensen, Meckling, 1976; Kwan, 1997]. В связи с этим становится весьма значимым исследование общих методов и подходов к оценке стоимости компаний, введение комплексного подхода к анализу этапов выбора предприятий для использования в качестве аналога [Дорофеев, Филатов, Подлесная, Медведев, Фадеев, Шестов, 2015].

Главным исследователем оценки стоимости в современной литературе, по мнению автора, является А. Дамодаран. В его многочисленных научных трудах проблема описывается со всех сторон, проводится сравнение различных методов с учетом специфики компании. В отношении оценки нерыночных компаний Дамодаран отмечает, что масштабы частных компаний варьируют от небольших семейных предприятий до компаний, которые вполне могут конкурировать с крупными публично торгуемыми компаниями. Принципы оценки нерыночных компаний остаются аналогичными принципам оценки публичных, но есть отличительные особенности, которые являются уникальными для частного бизнеса [Damodaran Online, [www](http://www)].

Во-первых, информация, доступная для оценки, как правило, гораздо более ограничена как с точки зрения историчности, так и глубины, поскольку нерыночные компании не регулируются стандартами публичных компаний по обязательному составлению ежеквартальной отчетности.

Кроме того, стандартные методы оценки параметров риска (например, бета-коэффициент и стандартное отклонение) подразумевают использование справедливых рыночных цен, входных данных для которых не хватает нерыночным компаниям.

Также при оценке нерыночных компаний большое значение имеет мотив оценки (ее предназначение), который может повлиять на стоимость. В частности, значения полученной оценки нерыночной компании могут быть разными, когда она оценивается для продажи физическому лицу, для продажи в публичную компанию или для начального публичного размещения акций. В частности, это влияет на возможность применения скидки на стоимость для неликвидности и недиверсифицируемых рисков. Существуют четыре существенных различия, которые могут повлиять на оценку нерыночных и публичных компаний:

1. Публично торгуемые компании регулируются набором стандартов бухгалтерского учета, которые позволяют определить, что каждый элемент в финансовой отчетности включает в себя, а также сравнить прибыль между фирмами. Нерыночные компании, особенно если они не являются публичными, работают по гораздо более свободным стандартам. Это может привести к значительным различиям между стоимостью компаний.

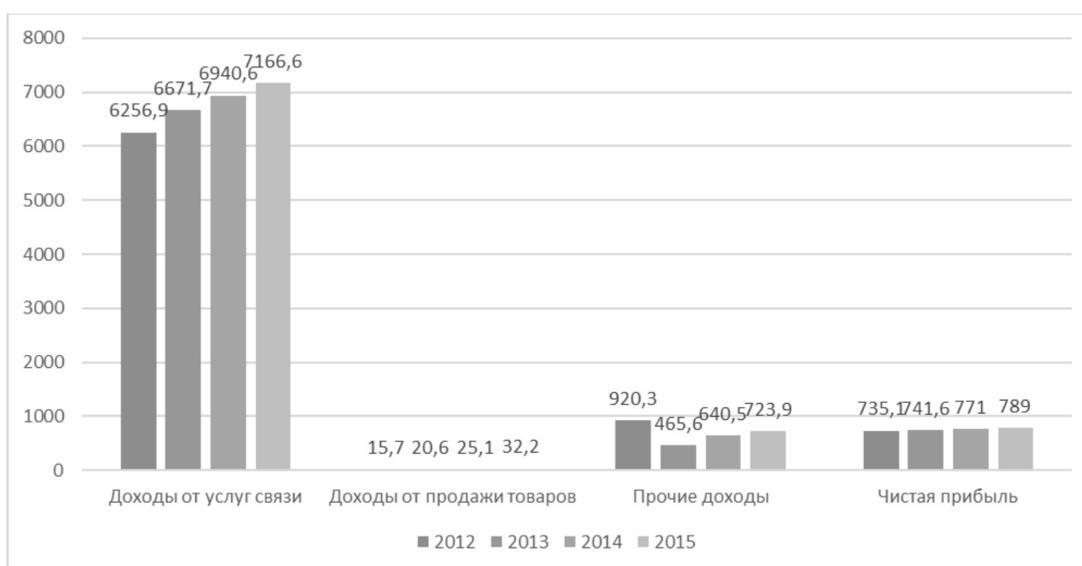
2. Существует гораздо меньше информации о нерыночных компаниях с точки зрения как периода статистических данных, так и их наполняемости.

3. По публично торгуемым на фондовых биржах компаниям постоянно обновляется цена акций, и исторические данные по этой цене являются очень полезной частью информации, которую нельзя получить для нерыночных компаний. Кроме того, ликвидация позиции в частном бизнесе может быть значительно более сложной (и дорогой), чем ликвидация позиции в публичной компании из-за отсутствия готового рынка акционерного капитала нерыночной компании.

4. В публично торгуемых компаниях акционеры предпочитают нанимать менеджеров, чтобы управлять фирмой, и большинство акционеров держат капитал в нескольких компаниях. Владелец нерыночной компании, как правило, тесно связан с управлением, и часто весь его капитал инвестирован в данную фирму. Отсутствие разделения между собственником и управленцем может привести к смешению личных расходов с расходами на бизнес, а также неспособности провести различие между заработной платой менеджерам и дивидендами (или их эквивалентами).

Каждое из указанных выше различий может иметь значение для оценки стоимости, воздействуя на ставки дисконтирования, наличные потоки и ожидаемые темпы роста.

Для изучения вопросов, которые возникают в процессе оценки нерыночных компаний, была проанализирована нерыночная компания «Таттелеком». На рис. 3 представлены данные по денежным потокам компании с учетом вида осуществляемой деятельности.



**Рисунок 3. Динамика денежных потоков компании «Таттелеком» [Таттелеком, www]**

Анализ представленных данных позволяет сделать вывод о том, что абсолютные показатели объема доходности компании растут, однако темпы роста снижаются. Используем в процессе оценки стоимости метод дисконтирования денежных потоков по стоимости собственного капитала, который позволяет рассчитывать бета-коэффициент, характеризующий риски публичных компаний, с использованием исторических данных о биржевых индексах (таблица).

**Динамика биржевого индекса ММВБ и доходности (прибыли)  
нерыночной компании «Таттелеком» [там же]**

Год	Индекс ММВБ	Изменение индекса	Прибыль	Изменение прибыли
2011	1433,68	7,21563	0,702	-0,25863
2012	1530,7	7,33348	0,7351	-0,30775
2013	1478,4	7,298716	0,7416	-0,29895
2014	1584,36	7,367936	0,7712	-0,25981
2015	1700,01	7,438389	0,78894	-0,23707

Полученное значение коэффициента «бета» равно значению коэффициента линейной регрессии представленных статистических данных, которое равно для нашей ситуации 0,1262. Это позволяет сделать вывод о практически полном отсутствии точности и достоверности данного метода оценки. То есть этот метод не подходит для точной оценки стоимости компании в России.

### Заключение

Таким образом, определение справедливой стоимости нерыночной компании в современных условиях сопровождается различными ограничениями и невозможностью использования ранее разработанных методов, а это влечет необходимость разработки новых методов оценки для максимально точного и комплексного учета всех практических аспектов деятельности организации и факторов, которые влияют либо могут повлиять на ее деятельность и финансовые результаты в будущем.

### Библиография

1. Дорофеев А.Ю., Филатов В.В., Подлесная Л.В., Медведев В.М., Фадеев А.С., Шестов А.В. Методика оценки стоимости прав на использование объекта управления // Интернет-журнал «Науковедение». 2015. № 1 (26). С. 9.
2. Качеянц М.Б., Колесникова Е.Н. Определение ставки дисконтирования при оценке бизнеса // Горный информационно-аналитический бюллетень. 2010. № 1. С. 154-158.
3. Красюк І.В. Розвиток науково-методичних підходів до оцінки вартості банківського бізнесу // БізнесІнформ. 2015. № 2. С. 236-241.
4. Подкопаев О.А. К вопросу о недостатках динамических методов оценки инвестиционных проектов // Успехи современного естествознания. 2014. № 7. С. 144-147.
5. Таттелеком: официальный сайт. URL: <http://www.tattelecom.ru/toinvestors/annualreports>
6. Территориальный орган Федеральной службы государственной статистики Республики Татарстан: официальный сайт. URL: [http://tatstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_ts/tatstat/ru/statistics/accounting/](http://tatstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/tatstat/ru/statistics/accounting/)
7. Damodaran Online. URL: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

8. Graham J.R., Michael L.L., Jack W.G. Does Corporate Diversification Destroy Value? // *Journal of Finance*. 2002. Vol. 57. No. 2. Pp. 695-720.
9. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. No. 4. Pp. 305-360.
10. Kwan S. Securities activities by commercial banking firms' section 20 subsidiaries: Risk, return and diversification benefits. San Francisco, 1997. 28 p.

## **Methodological and practical aspects of valuation of non-market companies**

**Aleksei I. Tarasov**

Postgraduate,

Center of Perspective Economic Researches,

Academy of Sciences of the Republic of Tatarstan,

420111, 23/1 Ostrovskogo st., Kazan, Russian Federation;

e-mail: tarasov.alexey@inbox.ru

### **Abstract**

The subject of study of this article is the process of assessing the market value of non-market companies. The analysis of the current situation in Russia and the Republic of Tatarstan showed negative trends related to the fall in the rate of growth of gross regional product, reduction of investment and innovation activity of organizations, the slowdown of economic processes in various sectors, including the telecommunications industry. The urgency of solving the problem of non-market valuation of companies is associated with their characteristics. A study of different methodological aspects of the problem in question, the company carried out non-market valuation with the construction of a regression model using statistical data telecommunications company PJSC "Tattelecom". It substantiates the inability to use the existing conditions of the method of discounted cash flows. The author comes to the conclusion that the definition of the fair value of a non-market company under current conditions is accompanied by various limitations and the inability to use previously developed methods. It entails the need to develop new assessment methods for the most accurate and comprehensive accounting of all practical aspects of the organization and factors that affect or may affect its activities and financial results in the future.

**For citation**

Tarasov A.I. (2017) Metodologicheskie i prakticheskie aspekty otsenki stoimosti nerynochnykh kompanii [Methodological and practical aspects of valuation of non-market companies]. *Ekonomika: vchera, segodnya, zavtra* [Economics: yesterday, today and tomorrow], 7 (4A), pp. 165-172.

**Keywords**

Non-market companies, the cost of business, the telecommunications industry, capitalization, discount.

**References**

1. *Damodaran Online*. Available at: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/> [Accessed 24/03/17].
2. Dorofeev A.Yu., Filatov V.V., Podlesnaya L.V., Medvedev V.M., Fadeev A.S., Shestov A.V. (2015) Metodika otsenki stoimosti prav na ispol'zovanie ob'ekta upravleniya [Methodology for assessing the value of rights to use the object of management]. *Internet-zhurnal "Naukovedenie"* [Internet-journal "Science study"], 1 (26), pp. 9.
3. Graham J.R., Michael L.L., Jack W.G. (2002) Does corporate diversification destroy value? *Journal of finance*, 57 (2), pp. 695-720.
4. Jensen M.C., Meckling W.H. (1976) Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of financial economics*, 4, pp. 305-360.
5. Kacheyants M.B., Kolesnikova E.N. (2010) Opreделение stavki diskontirovaniya pri otsenke biznesa [Determination of the discount rate for business valuation]. *Gornyi informatsionno-analiticheskii byulleten'* [Mining information-analytical bulletin], 1, pp. 154-158.
6. Krasnyuk I.V. (2015) Rozvitok naukovykh i metodicheskikh podkhodov do otsenki vartosti bankivskogo biznesa [Development of scientific and methodological approaches to assessing the value of banking business]. *BiznesInform* [BusinessInform], 2, pp. 236-241.
7. Kwan S. (1997) *Securities activities by commercial banking firms' section 20 subsidiaries: Risk, return and diversification benefits*. San Francisco.
8. Podkopaev O.A. (2014) K voprosu o nedostatkakh dinamichnykh metodov otsenki investitsionnykh proektov [On the issue of the shortcomings of dynamic methods for assessing investment projects]. *Uspekhi sovremennogo estestvoznaniya* [Advances in modern natural science], 7, pp. 144-147.
9. *Tattelekom: ofitsial'nyi sait* [Tattelecom: official website]. Available at: <http://www.tattelecom.ru/toinvestors/annualreports> [Accessed 24/03/17].
10. *Territorial'nyi organ Federal'noi sluzhby gosudarstvennoi statistiki Respubliki Tatarstan: ofitsial'nyi sait* [Territorial organ of the Federal State Statistics Service of the Republic of Tatarstan: official site]. Available at: [http://tatstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat\\_ts/tatstat/ru/statistics/accounting/](http://tatstat.gks.ru/wps/wcm/connect/rosstat_ts/tatstat/ru/statistics/accounting/) [Accessed 27/03/17].