

# АКТУАЛЬНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

---

## ОЦЕНКА СПРАВЕДЛИВОЙ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

**СПИРИДОНОВА ТАТЬЯНА ВИКТОРОВНА**

*Кандидат экономических наук, профессор кафедры «Государственное, муниципальное управление и таможенное дело» ФГБОУ ВО «Омский государственный технический университет», Омск, Россия*

**E-mail: tv.spir57@mail.ru**

**КАМАЕВА ЛАДА ОЛЕГОВНА**

*Старший преподаватель кафедры «Государственное, муниципальное управление и таможенное дело» ФГБОУ ВО «Омский государственный технический университет», Омск, Россия*

**E-mail: ladusha@mail.ru**

### АННОТАЦИЯ

В статье рассматривается методика оценки стоимости бизнеса с учетом особенностей и необходимых изменений в текущей российской экономике, отличающейся от развитых рынков.

**Ключевые слова:** оценка бизнеса, современная российская экономика

## THE ESTIMATED FAIR VALUE OF THE BUSINESS IN THE RUSSIAN ECONOMY

**TATIANA SPIRIDONOVA**

*candidate of economic sciences, professor of the department «State, municipal management and customs», Omsk state technical university, Omsk, Russia*

**E-mail: tv.spir57@mail.ru**

**LADA KAMAIEVA**

*senior lecturer of the department «State, municipal management and customs» Omsk state technical university, Omsk, Russia*

**E-mail: ladusha@mail.ru**

### ABSTRACT

The article deals with the method of business valuation taking into account the features and necessary changes in the current Russian economy, which differs from developed markets.

**Keywords:** business valuation, modern Russian economy

Невозможно представить здоровую рыночную экономику неспособную обеспечить эффективность совершения сделки без оценки бизнеса, а именно покупку и продажу активов, приобретение долей, слияние, поглощение и инвестиции в другие компании. Именно поэтому теории и методы оценки стоимости бизнеса так распространены по всему миру.

На сегодняшний день уровень развития Российской экономики кардинально отличается от уровня развитых стран, что затрудняет использование общепризнанных методов оценки бизнеса.

Значительная часть крупных публичных компаний до сих пор остается под контролем государства и высока доля государственной собственности среди крупного бизнеса, что является главной особенностью в России. Отсюда вытекают следующие особенности, которые заключаются и в существенном участии государства в деятельности компаний, постоянной смене налогового режима, изменении в законодательстве и многое другое. Именно поэтому, большинство международных инвесторов неохотно сотрудничают с представителями российского бизнеса.

Следующей особенностью современной российской экономики являются, конечно же, санкции и созданные ими условия, в которых Россия находится не первый год. Экономический эффект от введения санкций нельзя назвать однозначно отрицательным, так как именно санкции привели к развитию многих отраслей российской экономики, но

и нельзя игнорировать отрицательные последствия. Риск появления новых ограничений, затрагивающих объект оценки, вот что наиболее важно для целей оценки бизнеса в современной российской экономике.

Все перечисленные особенности для экономики России тянут за собой потребность в изменении традиционных подходов к оценке бизнеса. Методология, разработанная для развитых стран, в условиях государственного вмешательства и постоянного риска появления новых санкций, способных кардинально влиять на стоимость оцениваемой компании, зачастую приводит к недостоверным результатам. Следовательно, важной задачей для успешного развития рыночной экономики в современной России является создание эффективного механизма оценки бизнеса.

Проанализировав результаты оценки стоимости самой ликвидной компании на российском публичном рынке – ПАО «Сбербанк» можно сделать вывод о неприменимости классических методов оценки бизнеса в современной российской экономике. Акции ПАО «Сбербанк» ежедневно покупают и продают тысячи инвесторов, а именно - дневной оборот акций на московской бирже на дату оценки составляет около 17,5 млрд. руб. [1]. Данная компания является одной из лучших на российском публичном рынке, так как обладает качественным менеджментом, солидной историей достижения поставленных целей [2], высокой ликвидностью и показателями

эффективности значительно превышающими среднерыночные. Например, рентабельность собственного капитала в 2017 году составила 24% по сравнению с отраслевой нормой в 10-15% и мировой нормой в 10%.

Однако, традиционные методы оценки ПАО «Сбербанк» приводят к тому, что справедливая стоимость одной акции составляет от 300 рублей до 450 рублей при использовании доходного подхода (метод дисконтированных дивидендов) при текущей рыночной стоимости 181 рубль [3].

Принимая во внимание высокое качество менеджмента, крайне устойчивое финансовое положение компании и тот факт, что рентабельность капитала ПАО «Сбербанк» является наивысшей среди 100 крупнейших банков мира [4], страновой дисконт (наиболее распространенный вариант корректировки стоимости бизнеса, полученный с помощью традиционных методов оценки) в размере 30% кажется крайне высоким, а значит, справедливая стоимость акции сравнительным методом также находится выше 300 рублей. Более того, консенсус аналитиков международных инвестиционных банков, подтверждает полученные результаты, медиана справедливой цены составляет 271 рубль [5]. Российские аналитики также оценивают справедливую стоимость акций ПАО «Сбербанк» в 320 рублей [6]. Инвесторы же оценивают справедливую стоимость данных акций намного ниже, так текущая цена акций ПАО

«Сбербанк» уже несколько месяцев находится в диапазоне от 170 до 200 рублей [7]. Более низкая оценка дается, скорее всего, из-за дополнительных рисков – рисков наложения санкций на компанию. Следовательно, оценка стоимости бизнеса в современной российской экономике требует введения дополнительных дисконтов за риск.

Для более достоверной оценки бизнеса в современной российской экономике следует ввести единообразную методику для расчета премии за специфический риск для стоимости капитала для доходного подхода и дополнительного дисконта для сравнительного подхода.

Актуальные дополнительные риски, присущие Российским компаниям, на дату оценки следующие (каждый из приведенных пунктов должен иметь градацию от 0% до 2% премии для стоимости капитала и от 0 до 10% дисконта для оценочных мультипликаторов):

1) внутренние риски:

а) Структура собственности - дополнительный риск, связанный с наличием контролирующего акционера или крупного миноритарного акционера, который может существенно влиять на ключевые решения в компании:

- наличие контролирующего акционера с долей более 50%: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- крупный миноритарный акционер с долей от 25% до 50%: +1% к CoE или 5% дисконта к мультипликатору;

- нет крупных акционеров с долей более 25%: нет дополнительных премий за риск.

б) Независимость и качество менеджмента - ключевой фактор успеха компании:

- нерегулярные дивиденды и наличие экономически невыгодных проектов: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- нерегулярные дивиденды и только экономически выгодные проекты: +1% к CoE или 5% дисконта к мультипликатору;

- регулярные дивиденды и только экономически выгодные проекты: нет дополнительных премий за риск.

в) Риск банкротства - риск банкротства компаний, находящихся в государственной собственности и являющихся системообразующими и незаменимыми компаниями в российской экономике, существенно отличается от традиционной экономики развитых стран:

- в критической ситуации государство не станет вмешиваться / неустойчивое финансовое положение: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- в критической ситуации государство окажет поддержку компании / устойчивое финансовое положение: +1% к CoE или 5% дисконта к мультипликатору;

- в критической ситуации компанию спасет государство / очень устойчивое финансовое положение: нет дополнительных премий за риск.

2) внешние риски:

а) Связь с государством - наличие каких-либо связей с государством очень часто является

сдерживающим фактором для инвесторов, так как в современной российской экономике от государства можно ожидать частого изменения законодательства и возможного вмешательства в их деятельность:

а. Акционер связан с государством:

- государство является акционером: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- крупный акционер связан с государством: +1% к CoE или 5% дисконта к мультипликатору;

- отсутствуют связи акционеров с государством: нет дополнительных премий за риск.

б. Государство является клиентом компании:

- государство является крупным клиентом: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- государство является мелким клиентом: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- государство не является клиентом: нет дополнительных премий за риск.

с. Государство исторически вмешивалось в деятельность компании:

- государство неоднократно серьезно вмешивалось: +2% к CoE или 10% дисконта к мультипликатору;

- государство незначительно вмешивалось: +1% к CoE или 5% дисконта к мультипликатору;

- государство исторически не вмешивалось: нет дополнительных премий за риск.

б) Санкционный риск - подразумевает вероятность попадания компании под санкции, а

также, возможные негативные эффекты от данного события.

- международная выручка и затраты составляют более 50%: +2% к СоЕ или 10% дисконта к мультипликатору;

- международная выручка и затраты составляют от 25% до 50%: +1% к СоЕ или 5% дисконта к мультипликатору;

- международная выручка и затраты составляют менее 25%: нет дополнительных премий за риск.

в) Регуляторный риск - возможность изменения условий ведения бизнеса из-за регуляторных изменений, что, иногда, способно убить бизнес:

- напрямую регулируемая государством отрасль: +2% к СоЕ или 10% дисконта к мультипликатору;

- косвенно контролируемая государством отрасль: +1% к СоЕ или 5% дисконта к мультипликатору;

- неконтролируемая отрасль: нет дополнительных премий за риск.

Такая методика позволит использовать унифицированный способ расчета специфической премии для российских компаний.

Приведем пример расчета премии для ПАО «Сбербанк»:

1. имеет контролирующего акционера в лице банка России – это

+2% к стоимости собственного капитала и 10% дисконт к мультипликатору;

2. контролирующим акционером является государство – это +2% к стоимости собственного капитала и 10% дисконт к мультипликатору

3. государство исторически незначительно вмешивалось в деятельность банка – это +1% к стоимости собственного капитала и 5% дисконт к мультипликатору

4. компания находится в регулируемой отрасли – это +2% к стоимости собственного капитала и 10% дисконт к мультипликатору.

Таким образом, дополнительная премия к требуемой доходности собственного капитала составляет 7%, а дополнительный дисконт к оценочным мультипликаторам – 35%. Применяя данную корректировку, справедливая стоимость акции ПАО «Сбербанк» с применением метода дисконтированных дивидендов составляет 195 рублей, а с применением метода компаний-аналогов (используя международные аналоги) – 217 рублей.

Приведенная методика позволит более точно оценить справедливую стоимость бизнеса с учетом специфических рисков в текущей российской экономике.

## ЛИТЕРАТУРА

1. Публичное акционерное общество «Сбербанк России», акция обыкновенная (SBER). [Электронный ресурс] // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=SBER>
2. Стратегия развития Сбербанка на период 2014-2018. [Электронный ресурс] // ПАО Сбербанк. URL: [https://www.sberbank.ru/ru/about/today/strategy\\_2018](https://www.sberbank.ru/ru/about/today/strategy_2018)

3. Карточка ценной бумаги. Публичное акционерное общество «Сбербанк России». [Электронный ресурс] // Московская биржа. URL: <https://www.moex.com/ru/listing/securities-cards.aspx?id=1186>
4. 10 лучших банков мира. [Электронный ресурс] // Talking of money.com. Financial magazine. URL: <https://ru.talkingofmoney.com/world-s-top-10-banks>
5. Консенсус-прогноз Cbonds 2018. [Электронный ресурс] // CBONDS. Financial information. URL: <http://cbonds.ru/indexes/consensus/?linkId=3&consensusId=167>
6. Акции Сбербанка как купить. [Электронный ресурс] // URL: <http://sberbank.invest-schet.ru/prognoz-po-akciyam-sberbanka/>
7. Консенсус-прогнозы по SBER [Электронный ресурс] // Investing.com URL: [https://ru.investing.com/equities/sberbank\\_rts-consensus-estimates](https://ru.investing.com/equities/sberbank_rts-consensus-estimates)

### REFERENCES

1. Public joint stock company «Sberbank of Russia», common stock (SBER). [Electronic resource] // Moscow exchange. URL: <https://www.moex.com/ru/issue.aspx?board=TQBR&code=SBER>
2. Sberbank development strategy for 2014-2018. [Electronic resource] // Sberbank. URL: [https://www.sberbank.ru/ru/about/today/strategy\\_2018](https://www.sberbank.ru/ru/about/today/strategy_2018)
3. Security card. Public joint stock company «Sberbank of Russia». [Electronic resource] // Moscow exchange. URL: <https://www.moex.com/ru/listing/securities-cards.aspx?id=1186>
4. 10 best banks in the world. [Electronic resource] // Talking of money.com. Financial magazine. URL: <https://ru.talkingofmoney.com/world-s-top-10-banks>
5. Cbonds 2018 consensus forecast. [Electronic resource] // CBONDS. Financial information. URL: <http://cbonds.ru/indexes/consensus/?linkId=3&consensusId=167>
6. Shares of Sberbank how to buy. [Electronic resource] // URL: <http://sberbank.invest-schet.ru/prognoz-po-akciyam-sberbanka/>
7. SBER consensus estimates [Electronic resource] // Investing.com URL: [https://ru.investing.com/equities/sberbank\\_rts-consensus-estimates](https://ru.investing.com/equities/sberbank_rts-consensus-estimates)