Кузнецов Иван Андреевич. Оценка стоимости компании методом рыночных сравнений на развивающихся рынках капитала : диссертация ... кандидата экономических наук : 08.00.10 / Кузнецов Иван Андреевич; [Место защиты: Гос. ун-т - Высш. шк. экономики].- Москва, 2009.- 192 с.: ил. РГБ ОД, 61 10-8/12

**Введение к работе**

**1. Актуальность темы исследования**

Становление и развитие экономики развивающихся стран непосредственно связано с формированием финансового рынка и привлечением инвестиций. Реализация любой инвестиционной сделки требует проведения оценки справедливой стоимости отчуждаемых активов. Однако в силу относительной незрелости развивающихся рынков капитала оценка стоимости компаний данных стран имеет выраженную специфику.

Ограниченное количество сделок и публичных компаний на финансовом рынке развивающейся страны усложняет отбор компаний-аналогов при использовании метода рыночных сравнений. Отсутствие качественных данных, необходимых для проведения оценки, вынуждает инвестора обращаться к компаниям-аналогам развитых стран для создания субститутов требуемых переменных. Однако фундаментальное различие в уровне суверенного риска, в степени сегментации рынков капитала, в потенциале роста и в уровне отраслевого развития развивающихся и развитых стран приводит к несопоставимости мультипликаторов, необходимых для проведения оценки. Поэтому возникают ограничения для прямого использования в методе рыночных сравнений в качестве инструмента определения стоимости мультипликаторов, рассчитанных по финансовым данным компаний развитых стран.

Адаптация метода рыночных сравнений применительно к специфике развивающихся рынков капитала требует модификации нескольких этапов традиционного алгоритма оценки: от отбора компаний-аналогов до расчета мультипликаторов. Целесообразность инкорпорирования корректировок мультипликаторов, сглаживающих страновые и качественные различия оцениваемой компании и ее аналогов, является одной из наиболее острых и актуальных проблем в теории и практике оценки стоимости компании.

С одной стороны, повышенный страновой риск развивающихся рынков капитала требует использования скидок к мультипликаторам, рассчитанным по финансовым данным компаний-аналогов развитых стран; с другой — специфика развивающихся рынков предполагает также применение дополнительных корректировок, отражающих различие в перспективах роста данных рынков по сравнению с развитыми странами. Несмотря на то что поправки к мультипликаторам являются заключительными шагами определения стоимости компании методом рыночных сравнений, они могут существенно влиять на итоговый результат. В связи с этим обоснование необходимости использования корректировок мультипликаторов в соответствии со страновыми факторами и выявление наиболее эффективных методик их измерения и применения являются актуальными зонами исследований.

Идентификация страновых факторов, формирующих устойчивые различия мультипликаторов развивающихся рынков капитала по сравнению с развитыми странами, не теряет своей актуальности в ситуации глобального кризиса. Выявление данных факторов позволяет объяснить причины наблюдаемого снижения мультипликаторов развивающихся стран и обосновать применимость метода рыночных сравнений в кризисных условиях.

Актуальность темы исследования в экономической науке, как западной, так и российской, обусловлена необходимостью дальнейшего развития теоретических основ оценки стоимости компании и разработкой научно обоснованных практических рекомендаций в данной сфере, а также отсутствием комплексных исследований по данным развивающихся рынков капитала в целом и по российскому рынку в частности.

**Степень научной разработанности темы исследования**

Вопросы метода рыночных сравнений освещены в работах зарубежных авторов, таких как Р. Баркер, А. Дамодаран, Т. Коллер, Т. Коупленд, Дж. Пинто, Ш. Пратт, Р. Рейли, Т. Робинсон, Дж. Стоув, Д. Фрикман, Р. Швейс. Однако большинство западных эмпирических исследований сосредоточено на

проблемах оценки этим методом компаний, оперирующих на развитых рынках капитала.

Особенности применения метода рыночных сравнений применительно к специфике развивающихся рынков капитала рассматриваются в работах Т. Висканты, А. Дамодарана, Л. Перейро, X. Рамчаррана, С. Харвея, С. Эрба. Среди отечественных публикаций, посвященных разработке проблематики оценки методом рыночных сравнений в российских условиях, целесообразно выделить работы В.В. Балакина, СВ. Валдайцева, А.Г. Грязновой, В.Е. Есиповой, Г.А. Маховиковой, В.М. Рутгайзера, Т.В. Тазихиной, М.А. Федотовой, В.В. Царева, Е.В. Чирковой и других. В данной области требуются дополнительные исследования по изучению влияния страновых факторов на алгоритм метода рыночных сравнений с целью его отражения при оценке компаний российского рынка капитала и других развивающихся стран, а также необходима эмпирическая проверка эффективности предложенных модификаций алгоритма оценки.

Недостаточная степень разработанности проблемы, ее высокая практическая значимость определили не только выбор темы, но и цель, задачи и логику исследования.

**Целью диссертационного исследования**является развитие оценки стоимости компаний методом рыночных сравнений с учетом страновых факторов, характеризующих развивающиеся рынки капитала. Для достижения намеченной цели в диссертационном исследовании были поставлены следующие **задачи:**

1. систематизировать результаты исследований оценки стоимости компании методом рыночных сравнений, выполненных на данных развитых рынков капитала в рамках традиционного алгоритма оценки;
2. обосновать необходимость модификации традиционного алгоритма оценки компаний развивающихся стран при использовании компаний-аналогов развитых рынков капитала с учетом различного уровня страновых рисков;
3. проанализировать страновые различия мультипликаторов развивающихся стран по сравнению с развитым рынком капитала и выявить их основные причины;
4. разработать алгоритм оценки стоимости компании применительно к развивающимся рынкам капитала, включая методику отбора компаний-аналогов и расчета корректирующих коэффициентов на страновые факторы;
5. оценить эффективность предложенного алгоритма оценки применительно к развивающемуся рынку капитала России с целью идентификации наиболее корректных методов расчета корректировок на страновые факторы и отборов компаний-аналогов.

**Объектом исследования**выступают публичные компании, функционирующие на развивающихся и развитых рынках капитала.

**Предметом исследования**являются фундаментальные и страновые факторы, определяющие различия значений оценочных мультипликаторов развивающихся и развитых рынков капитала.

**Методологической основой и теоретической базой**исследования являются труды ведущих отечественных и зарубежных ученых в области корпоративных финансов, оценки стоимости компании, в частности по проблеме выбора оптимального алгоритма оценки в рамках метода рыночных сравнений. В работе также использованы материалы научных конференций и публикации в специализированных периодических изданиях.

В исследовании используется категориальный аппарат в области оценки, инвестиций, финансов, бухгалтерского учета. В работе применены общенаучные методы: анализ, синтез, индукция, дедукция, метод системного анализа, а также экономико-математические и статистические методы, которые проводились с использованием методик группировки, выборки, сравнения и обобщения. Для тестирования гипотезы о влиянии страновых факторов на

систематический разрыв мультипликаторов использовался метод регрессионного анализа данных.

**Информационной базой исследования**послужил сформированный массив данных по бразильским, российским, индийским, китайским и американским публичным компаниям, собранный автором на основе данных информационных агентств «Блумберг» и «РосБизнесКонсалтинг», ежеквартальных отчетов исследуемых компаний и их официальных сайтов в сети Интернет. Созданный массив данных, представляющий набор показателей за семь лет по 5950 американским, 183 бразильским, 139 российским, 1852 индийским и 1579 китайским компаниям, включает в себя общую информацию о компаниях, данные их финансовой отчетности, показатели рыночной капитализации. Для формирования массива данных использовались дополнительные информационные источники - статистические базы «Глобал Инсайт» и ЮНКТАД, которые применялись для отбора ряда макроэкономических показателей стран, а также отчеты инвестиционных банков.

**Научная новизна диссертационного исследования**заключается в разработке модели анализа влияния страновых факторов на мультипликаторы компаний с развивающихся рынков капитала и его отражения в методе рыночных сравнений. Научная новизна диссертационного исследования отражена в следующих положениях:

1. Подтверждены зависимости мультипликаторов от объясняющих фундаментальных переменных для публичных компаний развивающихся стран группы БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай), установленные на развитых рынках капитала.
2. Идентифицированы основные страновые факторы, оказывающие влияние на систематический разрыв мультипликаторов развивающихся рынков капитала группы БРИК (Бразилия, Россия, Индия, Китай) по сравнению с развитым рынком США: страновой риск и потенциал роста экономики.
3. Обоснована необходимость применения корректировок на страновые факторы мультипликаторов компаний-аналогов развитых стран при оценке компаний на развивающихся рынках капитала для нейтрализации систематического разрыва в их значениях.
4. Оценена эффективность предложенных методик отбора компаний-аналогов и построения поправочных корректировок на страновые факторы на примере оценки российских публичных компаний с помощью американских компаний-аналогов.
5. Разработаны дополнения к алгоритму оценки стоимости на основе рыночных сравнений применительно к компаниям с развивающихся рынков капитала, заключающиеся в идентификации компаний-аналогов на основе количественных фундаментальных переменных и качественных характеристик отраслевой принадлежности и в применении корректировок на страновые факторы методом относительных страновых мультипликаторов или в результате регрессионного подхода.

**Теоретическая значимость диссертационной работы**заключается в выявлении зависимости мультипликаторов от фундаментальных переменных компаний и макроэкономических показателей стран для моделирования влияния страновых факторов на оценку стоимости компаний с развивающихся рынков капитала.

**Практическая значимость диссертационного исследования**заключается в модификации традиционного алгоритма метода рыночных сравнений для оценки компаний развивающихся рынков капитала в области отбора компаний-аналогов из развитых стран на основе комбинации сопоставимых фундаментальных переменных и отраслевой принадлежности, а также в области использования поправочных коэффициентов на страновые факторы.

Основные теоретические и практические положения диссертационной работы могут быть использованы в учебном процессе в вузах экономического

профиля в преподавании дисциплин «Оценка стоимости компании», «Управление стоимостью компании» на магистерском уровне подготовки. Данные положения могут также быть использованы для совершенствования действующей практики оценки стоимости компаний на развивающихся рынках капитала и представлять интерес как для профессиональных оценщиков и консультантов, так и для инвесторов, финансовых менеджеров компаний и управляющих других уровней.

**Апробация результатов исследования.**Основные результаты работы изложены автором на IX Международной конференции «Модернизация экономики и глобализация» в ГУ ВШЭ (2008 г.), на конференции молодых ученых «Корпоративные финансы: перспективы и реальность» в ГУ ВШЭ (2007 г.), на научных семинарах научно-учебной лаборатории корпоративных финансов ГУ ВШЭ (2007-2009 гг.). Исследовательская модель диссертации использовалась в работе научного семинара «Эмпирические корпоративные финансы» магистерской программы «Стратегическое управление финансами фирмы» факультета экономики ГУ ВШЭ в 2007-2009 гг.

**Публикации.**Основные положения диссертации отражены в 4 опубликованных работах общим объемом 4,2 п.л. (в том числе авторский объем - 3,6 п.л.); из них 2 статьи были опубликованы в журналах, входящих в «Перечень ведущих рецензируемых научных журналов и изданий, рекомендованных ВАК Минобрнауки России» (2,6 п.л., в том числе авторский объем -2,0 п.л.).

**Структура диссертационной работы.**Диссертационное исследование изложено на 190 страницах (из них 18 страниц - приложения) и состоит из введения, трех глав, заключения, библиографии, включающей 184 наименования источников. Диссертация содержит 61 таблицу и 47 диаграмм.