

политики. Благодаря этому, российская экономика сможет закрепиться на инновационном пути развития, который является важнейшей стратегической задачей государственной экономической политики.

Литература и источники:

1. Распоряжение Правительства РФ от 17.11. 2008 г. N 1662-р «Концепция долгосрочного социально-экономического развития Российской Федерации на период до 2020 года» [Электронный ресурс] // Гарант: информационно-правовой портал. – Электрон. дан. – М., 2016. – URL: <http://www.garant.ru> (дата обращения 27.12.2016)
2. Древис К.О., Дольникова Н.П. Риски в инновационной деятельности // Экономика и менеджмент инновационных технологий. - 2015. - № 12.- с. 12-17
3. Илющенко Т.М. Условия и методы реализации инновационной политики государства // Научный вестник ЮИМ. – 2014. – №1. – с. 21-22
4. Индикаторы инновационной деятельности: 2016 год: статистический сборник / Федеральная служба государственной статистики. – М.: ФГБНУ НИИ РИНКЦЭ, 2016. – с.52
5. Литвинова А.В. Инструменты государственного стимулирования инновационной деятельности в России// Региональная экономика и управление. – 2015. – №3 (43)
6. Парфенова М.В. Формы, методы и инструменты стимулирования инновационной деятельности: сущность, терминология, способы систематизации // Инновационные технологии управления. – 2013. – №1. – с. 47-53
7. Степанов А.В. О методах реализации инновационной политики в условиях трансформации социально-экономической системы // Управление экономическими системами. – 2013. – №2. – с. 45-47
8. Удальцова Н.Л. Подходы к инновациям и инновационной деятельности как фактору конкурентоспособности // Экономика и управление. – 2015. - №2. – с. 25- 28

## **ТРЕБОВАНИЯ К ВЫБОРУ КОМПАНИИ-АНАЛОГА ПРИ ПРОВЕДЕНИИ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ МЕТОДОМ СРАВНЕНИЯ**

**Ю.Н. Даниленко**

Выбор компаний-аналогов при сравнительном подходе к оценке стоимости бизнеса происходит согласно определенному алгоритму.

На первом шаге выбора эталонной компании формируется предварительный (широкий) список компаний, по которым проходили сделки купли/продажи или акции которых котируются на бирже и которые могут считаться потенциальными аналогами. Акцент делается на отраслевую принадлежность [1, с. 75].

Для поиска компаний-аналогов по принципу отраслевой принадлежности могут использоваться различные отраслевые фильтры (классификаторы). Например, классификация Bloomberg (BICS1), которая делит все рассматриваемые компании на 78 отраслей или глобальная классификационная система, разработанная совместно финансовой корпорацией Morgan Stanley Capital International и рейтинговым международным агентством Standard & Poor's (GICS1), которая делит рассматриваемые компании базы данных на 24 отрасли. Эрик Ли и Хейди Ли (2002) для разделения

компаний по отраслям использовали трехзначный код Стандартного Отраслевого Классификатора (по мере увеличения количества знаков в SIC коде происходит большая специализация и детализация распределения фирм по отраслям). Лью, Ниссим и Томас (2001) использовали Институциональный Брокерский классификатор, посчитав, что в Стандартном Классификаторе (SIC) упущен ряд моментов, что делает отнесение фирм к различным отраслям некорректным.

Таким образом, учитываются:

1) главные конкуренты анализируемой компании (по продуктовому ряду, по бизнес-модели, по географической привязке) либо

2) компании, входящие в состав данной отрасли по официальному классификатору отраслевой принадлежности. Многие признанные базы данных финансовой информации предоставляют услугу отбора аналогов (например, *Bloomberg*, *Hoover's*, *WSRN*, *Investext*).

На втором этапе разрабатывается набор критериев для выявления аналогов. Эти критерии могут учитывать: ключевую продукцию (доля определенной продукции не ниже заданного уровня); ключевые конкурентные преимущества (например, доля затрат на инновации); используемая бизнес-модель (например, торговый дискантер); стратегии роста (активный инициатор поглощений или «нишевая» компания). Рекомендуются критерии, которые обязательно должны найти отражение при отборе аналогов: степень продуктовой или географической диверсификации, бизнес-модель управления издержками, стадия жизненного цикла компании, конкурентная позиция и перспективы роста, факторы риска (операционного, финансового), организационно-правовая форма (малая семейная компания или ОАО); качество менеджмента и корпоративного управления [1, с. 78].

Оценщикам необходимо обращать внимание на определяющие факторы стоимости – отдача на вложенный капитал (ROIC), темп роста и средневзвешенная стоимость капитала (WACC). В своих исследованиях Лэнд, Ботсман и Баскин доказали, что точность значения мультипликатора выше в случае выбора компаний-аналогов на основе схожих значениях исторического роста, чем в случае произвольного выбора компаний. Одинаковое значение мультипликаторов стоимости могут быть получены за счет разного соотношения факторов. Согласно модели Маккензи, при сравнении двух компаний, одна из них может характеризоваться меньшей отдачей на инвестиции при более высоком темпе роста, а вторая – большей отдачей на капитал, но меньшим темпом роста, аналитики могут получить одинаковое значение мультипликатора P/E.

На третьем шаге происходит формирование окончательного перечня аналогов через сужение широкого набора с учетом разработанных критериев. При анализе компаний на развивающихся рынках капитала часто возникает проблема нахождения сравнимых котируемых компаний, даже при наличии фондового рынка. Часто аналитики осуществляют поиск в рамках развитых рынков. Поэтому требуется четвертый шаг — корректировка на страновые риски [2].

Выявление страновых рисков по анализируемой компании и обоснование метода введения поправок, а также оценка количественных значений поправочных коэффициентов. Здесь аналитики руководствуются следующим положением: при существовании для инвесторов ограничений на вход или выход с локальных (национальных) рынков, может возникнуть ситуация сегментированности рынка капитала, что породит для инвестора наличие странового риска.

Правило сопоставления компаний на разных рынках: Для двух идентичных компаний (с одинаковыми фундаментальными характеристиками: темпами роста

рынка, рентабельностью продаж и др.), которые функционируют на разных по развитости рынках капитала, инвесторы оценят выше ту, которая при прочих равных условиях будет функционировать на стабильном рынке.

Перспективы развития такой компании будут, по мнению инвесторов, выше в силу устойчивости окружающей бизнес среды. Эти различия хорошо подтверждаются эмпирическими исследованиями, в которых сопоставляются мультипликаторы по разным странам.

Чем больше страновой риск, тем ниже средние (или медианные) значения мультипликаторов. Именно эти поправки на темп роста и страновые риски чаще всего применяются для компаний развивающихся рынков [2].

Последним шагом является обоснование корректировок на специфические риски оцениваемой компании. В данном случае важную роль играют поправки, касающиеся степени закрытости компании и премии за контроль: чем более закрытой является оцениваемая компания, тем больший дисконт применяется к значениям мультипликатора открытых компаний. Повышающая поправка за контроль вводится в зависимости от того, какой пакет акций оценивается (100% акций, блокирующий пакет). Также важно отметить, что мультипликаторы, рассчитанные по биржевым корректировкам, оценивают миноритарные пакеты (портфельные), а на основе сделок – контрольные пакеты акций [1, с. 79].

Однако, при выборе компаний-аналогов немаловажным является определение фундаментальных переменных, которые объясняют формирование величины для каждого отдельного мультипликатора. Пенман (Penman, 1996) вывел, что мультипликатор «цена/стоимость собственного капитала» (P/BV) находится в зависимости от ожидаемого значения рентабельности собственного капитала (ROE) или текущего значения данного показателя в случае стабильной отрасли [3].

Исследования таких экономистов, как Кизор и Хаммель, выявили положительную зависимость мультипликатора P/E от темпов роста чистой прибыли или прибыли на одну акцию (EPS), коэффициента выплат дивидендов, а также отрицательно от стандартного отклонения при изменении EPS. Дамодаран и Ли выявили, что для мультипликатора кратное выручке (EV/S) высокую значимость имеет операционная рентабельность, стандартное отклонение операционной прибыли и ожидаемый темп роста прибыли [4]. Следовательно, при помощи фундаментальных факторов каждого мультипликатора возможно улучшение выбора компаний, что приведет к получению более точной оценки.

#### Литература и источники:

1. Теплова, Т.В. Инвестиции: учебник. – М.: Издательство Юрайт, 2011. – 724 с.
2. Ивашковская И.В., Кузнецов И.А. Методы коррекции рыночных мультипликаторов на страновые риски: эмпирическое исследование // Аудит и финансовый анализ, 2008. № 5.
3. Stephen H. Penman *Journal of Accounting Research* Vol. 34, No. 2 (Autumn, 1996)
4. Дамодаран А. Инвестиционная оценка: инструменты и методы оценки любых активов. 2-е изд-е. М.: Альпина Бизнес Букс, 2005. с. 1341.