

ИЗ ФОНДОВ РОССИЙСКОЙ ГОСУДАРСТВЕННОЙ БИБЛИОТЕКИ

Новиков, Алексей Владимирович

1. Формирование системы оценки стоимости бизнеса
на предприятии

1.1. Российская государственная библиотека

Новиков, Алексей Владимирович

Формирование системы оценки стоимости
Бизнеса на предприятии [Электронный
ресурс]: Дис. ... канд. экон. наук :
08.00.05 .-М.: РГБ, 2003 (Из фондов
Российской Государственной Библиотеки)

Экономика -- Экономический анализ --
Российская Федерация -- Предприятие.
Экономика и управление народным хозяйством
(по отраслям и сферам деятельности в т. ч. :
теория управления экономическими системами;
макрэкономика; экономика, организация и
управление предприятиями, отраслями,
комплексами; управление инновациями;
региональная экономика; логистика; экономика
труда; экономика народонаселения и
демография; экономика природопользования;
землеустройство и др.)

Полный текст:

<http://diss.rsl.ru/diss/03/1160/031160001.pdf>

Текст воспроизводится по экземпляру,
находящемуся в фонде РГБ:

Новиков, Алексей Владимирович

Формирование системы оценки стоимости
бизнеса на предприятии

СПб. 2004

Российская государственная библиотека, 2003
год (электронный текст).

61.04-8/4082

САНКТ-ПЕТЕРБУРГСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ
ИНЖЕНЕРНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЙ УНИВЕРСИТЕТ

На правах рукописи

НОВИКОВ Алексей Владимирович

**ФОРМИРОВАНИЕ СИСТЕМЫ ОЦЕНКИ
СТОИМОСТИ БИЗНЕСА НА ПРЕДПРИЯТИИ**

Специальность 08.00.05

Экономика и управление народным хозяйством

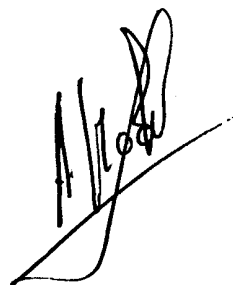
(предпринимательство)

ДИССЕРТАЦИЯ

на соискание ученой степени кандидата экономических наук

Научный руководитель

д. э. н., профессор Царев В. В.



Санкт-Петербург
2004

Оглавление

Введение	3
Глава 1 Зарубежный и отечественный опыт оценки стоимости бизнеса и управления ею	14
1.1. Обобщение мирового опыта использования систем управления стоимостью бизнеса.....	14
1.2. Проблемные вопросы внедрения системы оценки стоимости бизнеса	22
1.3. Предприятие как объект стоимостной оценки.....	35
1.4. Содержание процесса оценки бизнеса.....	39
Выводы	41
Глава 2 Теоретические основы формирования системы оценки стоимости бизнеса	43
2.1. Классификация субъектов и объектов оценки стоимости бизнеса...	43
2.2. Классификация целей оценки стоимости бизнеса.....	48
2.3. Формирование инфраструктуры системы оценки стоимости бизнеса на предприятии.....	55
2.4. Формулирование этапов оценки стоимости предприятия.....	61
2.5. Основные принципы формирования системы оценки стоимости бизнеса.....	65
2.6. Разработка иерархической системы взаимосвязей основных ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса.....	78
Выводы	83
Глава 3 Разработка методических основ по оценке стоимости бизнеса	85
3.1. Разработка алгоритма обоснования выбора наиболее целесообразного метода оценки стоимости бизнеса	85
3.2. Разработка методики оценки совокупной и относительной силы бизнеса.....	96
3.3. Аналитическая оценка доходного, затратного, рыночного подходов и в его составе методов определения стоимости бизнеса.....	104
3.4. Обоснование выбора типичного предприятия-аналога на основе многоцелевого подхода.....	153
3.5. Формулирование научных и методических рекомендаций по обеспечению эффективного управления стоимостью компании (бизнеса).....	166
3.6. Экспериментальный расчет, связанный с оценкой реального бизнеса.....	177
Выводы	183
Заключение	185
Библиографический список литературы	187
Приложения	195

Введение

Утверждение в России рыночных форм хозяйствования, продолжающийся процесс приватизации государственной собственности, становление рынка имущества, более масштабное использование систем страхования в различных сферах предпринимательской деятельности, расширение практики выдачи коммерческими банками кредитов под залог (ипотечное кредитование), применение систем доверительного (трастового) управления имуществом *обуславливают актуальность решения проблемы*, связанной с получением достоверной оценки стоимости предприятия (бизнеса), различных видов имущества, а также нематериальных активов.

Наличие в российской экономике достаточно большого количества предприятий, находящихся в кризисном или предкризисном состоянии и нуждающихся в финансовом оздоровлении, вызывают необходимость получения достоверной оценки рынком ценности предприятия как имущественного комплекса и его частей. На основе этой стоимостной оценки станет возможным разработать комплекс антикризисных мероприятий и предусмотреть реализацию необходимых инвестиционных проектов, обеспечивающих финансовое оздоровление предприятия (например, посредством реструктуризации собственности) и эффективное функционирование в перспективе.

Потребность в определении рыночной стоимости предприятия возникает при решении *многочисленных задач* имущественного характера, которые имеют важное экономическое значение как для субъектов оценки, так и для будущего существования объектов собственности на рынке. Среди них необходимо выделить такие основные задачи, как осуществление купли-продажи предприятия в целом или его долей, обоснование суммы

кредита под залог имущества, определение дополнительного объема подлежащих выпуску акций, расчет страховых сумм для страхователей и выплат при наступлении страхового случая, исчисление рациональных сумм налогов, проведение переоценке основных производственных фондов, принятие решения о банкротстве предприятия и др.

В России наблюдается постепенный процесс формирования класса собственников бизнеса, недвижимости, что также обуславливает необходимость наиболее эффективного их использования. В связи с достаточно высокой востребованностью услуг в области профессиональной оценки бизнеса они на официальном уровне признаются самостоятельным видом предпринимательской деятельности.

С учетом изложенных выше соображений можно с достаточно высокой достоверностью утверждать, что одной из главных целей функционирования предприятий в рыночной экономике является достижение наивысшей его стоимости (стоимости бизнеса). От величины этой стоимости во многом зависит благосостояние акционеров, а также объемы налогов поступающих в федеральный и местный бюджеты. Эта цель в полной мере соответствует современным тенденциям, реализуемым в зарубежных и отечественных системах корпоративного управления. При этом рыночная стоимость бизнеса определяется не столько стоимостью активов, которыми располагает предприятие (компания), сколько возможностью обеспечения наиболее эффективного их использования в будущем и обеспечение все возрастающих во времени денежных потоков. Благодаря этому становится реальным достижение устойчивого и длительного присутствия компании (предприятия) на целевом рынке. Практикой подтверждается, что предприятия с динамично возрастающей стоимостью являются более конкурентоспособными по сравнению с другими предприятиями, у которых эти темпы роста незначительные. Вследствие быстрого роста стоимости бизнеса обеспечивается и возрастание курсовой стоимости акций, которые

котируются на фондовом рынке. Результатом роста котировок акций предприятия является адекватный им рост благосостояния акционеров. В результате создается благоприятная ситуация, когда капитал начинает перетекать из менее эффективно функционирующих предприятий в более эффективно работающие предприятия (компании). Вследствие доверия со стороны финансово-кредитных институтов существенно упрощаются условия, связанные с привлечением дополнительных кредитных ресурсов, которые используются для дальнейшего развития производства и сбыта готовой продукции или оказания услуг и повышения на этой основе уровня конкурентоспособности предприятия, оцениваемой с помощью показателя силы бизнеса.

Отечественная практика, предусматривающая использование современных подходов и в их составе методов оценки стоимости предприятий (бизнеса), связана с реализацией в последующем крупномасштабного процесса приватизации. Достоверная оценка стоимости предприятий, подлежащих приватизации, проводимой в рамках акции разгосударствления собственности, представляется исключительно важной с точки зрения пополнения федерального бюджета. В итоге большинство хозяйствующих субъектов стало перед необходимостью получения объективной оценки собственных активов и определения рыночной их стоимости, а, значит, и возможного потенциала роста, а также достигнутого уровня конкурентоспособности.

Вследствие сравнительно небольшого отрезка времени, на протяжении которого отечественная наука и практика стали заниматься разработкой теоретических и методических вопросов оценки стоимости бизнеса, удалось накопить сравнительно скромный задел по сравнению с тем, который имеется, например, в США и странах Западной Европы.

Зарубежная практика использования этого вида предпринимательской деятельности более солидная, и насчитывает много десятков лет. Так,

в середине 80-х годов прошлого столетия в США возникла и получила впоследствии достаточно широкое распространение в мире концепция «Управление стоимостью компании» (Value based management). Ее содержание состоит в том, что все управленческие решения должны быть направлены преимущественно на обеспечение максимального роста стоимости компании. В 1990-х годах эта концепция получила распространение и на предприятиях Европы и Азии.

Суть этой системы научных взглядов и методических решений состоит в том, что главная цель функционирования любого предприятия заключается в достижении наиболее высокой его стоимости.

Таким образом, *важнейшим комплексным показателем (критерием) финансовой оценки, адекватно отражающей экономическую эффективность функционирования предприятия, характеристикой надежности и устойчивости присутствия на целевом рынке хозяйствующего субъекта признается в зарубежной практике стоимость предприятия (бизнеса).*

Руководители ряда крупных российских предприятий и ведущие менеджеры также начинают разделять эту концепцию и применять на практике. Для более широкого применения на отечественных предприятиях концепции «управления стоимостью компании» требуется решение ряда важных научных и методических задач, связанных с адаптацией накопленного зарубежного опыта к особенностям российской экономики.

Проблемы оценки стоимости бизнеса и управления этой стоимостью получили достаточно широкое освещение в трудах многих зарубежных авторов: Десмонд Гленн М., Келли Ричард Э. Р. Линг, Ф. Модильяни, М. Миллер, Марк К. Скотт, Фишмен Джей, Прагт Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уитсон Кейт, Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Дж., У.Ф. Шарп, Александер Г. Дж., Бэйли Дж. и др.

Значительный вклад в решение актуальных теоретических и методических проблем в области оценки стоимости бизнеса внесли и отечествен-

ные ученые: С.Э. Базаев, Г.В. Булычева, А.Г. Грязнова, В.В. Демшин, П.А. Ватник, С.В. Валдайцев, В.В. Григорьев, П.Г. Гулькин, И.А. Егерев, В. Е. Есипов, А.П., Ковалев, Р.В. Кашцев, Ю.В. Козырь, В.И. Кошкин, Г. А. Маховникова, В.П. Попков, В.П. Семенов, В.Н. Соколов, Е.И. Тарасевич, Т.А. Теребынькина, В. В. Терехова, М.А. Федотова, В.В. Царев, В.З. Черняки др.

Вместе с тем на сегодняшний день нуждаются в разработке следующие концептуальные вопросы в области оценки стоимости бизнеса и управления этой стоимостью:

- унификация понятийного аппарата;
- достаточно полное формулирование состава основных принципов, подлежащих учету при формировании системы оценки стоимости бизнеса;
- разработка более удачной инфраструктуры, характерной для системы оценки стоимости бизнеса;
- получение достаточно полной классификации целей, возникающих в процессе осуществления оценочной деятельности и определяющих выбор методов оценки стоимости бизнеса;
- систематизация групп главных (ключевых) факторов (показателей), которые обуславливают выбор наиболее целесообразного метода для оценки стоимости исследуемого объекта;
- составление общего алгоритма и частных алгоритмов, позволяющих автоматизированным путем определить состав наиболее целесообразных подходов и методов оценки стоимости исследуемого объекта;
- разработка методики определения интегрального показателя – силы бизнеса, а также относительной его оценки;
- получение достаточно полной классификация субъектов и объектов оценки стоимости бизнеса;

- выявление и систематизация достоинств, недостатков и сфер наиболее целесообразного применения различных подходов и методов оценки стоимости предприятия (бизнеса);
- выбор на научной (многоцелевой) основе ранее проданных на рынке предприятий-аналогов, которые характеризуются наибольшим сходством основных числовых оценок ключевых факторов стоимости бизнеса относительно выставленного на продажу предприятия.

Наличие значительного количества недостаточно глубоко исследованных и полно разработанных теоретических и методических проблем, встречающихся на этапе формирования системы, предназначенной для оценки стоимости бизнеса и управления этой стоимостью, дают основание полагать, что принятая к разработке тема диссертация является *актуальной*.

В процессе диссертационного исследования будут сформулированы необходимые понятия и категории, уточнен и дополнен состав основных принципов оценки стоимости бизнеса, выявлены достоинства, недостатки и сферы наиболее целесообразного применения известных методов оценки стоимости предприятия, разработана инфраструктура системы оценки бизнеса, предложены к использованию современные модели и математические методы, а также методики оценки совокупной и относительной силы бизнеса. Одновременно будут рекомендован к использованию способ расчета интегрированной оценки стоимости бизнеса, разработана методика, дающая возможность экспертам-оценщикам повысить уровень научной обоснованности выбираемых методов расчета, используемых для оценки стоимости компании, сформулированы научные и методические рекомендации, предназначенные для обеспечения эффективного функционирования системы управления стоимостью компании. Большинство решенных соискателем проблем из перечисленного выше перечня правомерно квали-

фицировать как систему взглядов на формирование системы оценки стоимости бизнеса и управления этой стоимостью.

Решение перечисленных выше задач и проблем позволит предприятиям (компаниям) в максимально возможной степени удовлетворять в долгосрочной перспективе финансовые интересы различных групп собственников, определять экономически наиболее целесообразные стратегические направления дальнейшего развития, в том числе и на основе реализации реинжиниринга (под которым понимается кардинальное перепроектирование существующих на предприятии бизнес-процессов), и выработать систему достаточно эффективных управленческих решений, способствующих достижению поставленных главных стратегических целей.

Целью диссертационного исследования является разработка современной системы взглядов, обеспечивающей получение достаточно достоверной оценки стоимости бизнеса и эффективное управления этой стоимостью.

Для достижения поставленной цели были решены следующие задачи:

- разработана методика формирования системы оценки бизнеса и управления стоимостью компании, отличительной особенностью которой является реализация принципов системного подхода;
- определены и систематизированы главные проблемные вопросы, связанные с внедрением в РФ на научной основе системы оценки стоимости бизнеса;
- сформулированы, а в отдельных случаях уточнены основные термины, категории и понятия, применяемые в системе управления стоимостью предприятия (компании);
- дополнены основные научные принципы, которые следует учитывать при формировании (построении) системы оценки стоимости бизнеса;

- определены достоинства, недостатки, а также сферы наиболее целесообразного использования различных подходов и методов оценки стоимости бизнеса;

- выявлены ключевые факторы, подлежащие учету при обосновании выбора методов, предназначенных для оценки стоимости бизнеса;

- предложена система расчета интегрального показателя, именуемого оценкой силы бизнеса;

- предложена основывающаяся на многоцелевом подходе методика, связанная с обоснованием выбора среди ранее проданных на рынке предприятий такого предприятия-аналога, которое характеризуется наибольшим сходством с выставленным на продажу предприятием, что необходимо для повышения достоверности оценки стоимости бизнеса;

- разработан укрупненный алгоритм выбора целесообразного метода оценки стоимости бизнеса;

- сформулированы научные и методические рекомендации, направленные на совершенствование и повышение эффективности функционирования системы управления стоимостью бизнеса.

- проведено экспериментальное опробование на реальном статистическом материале компании мобильной связи «ВымпелКом» многоцелевого подхода к оценке стоимости бизнеса.

Предмет исследования. Предметом исследования является формирование системы, обеспечивающей получение на расчетной основе рыночной стоимости бизнеса, а также управление этой стоимостью.

Объектом исследования является оценка стоимости бизнеса и управление этой стоимостью на предприятиях.

Теоретической и методической основой исследования послужили научные труды отечественных и зарубежных авторов, посвященные теоретическим и методическим проблемам построения системы оценки стоимости бизнеса, нормативные документы и законодательные акты, а также со-

временные математические методы, подходы и способы определения стоимости бизнеса.

Научная новизна. В результате выполненного исследования получены следующие результаты, обладающие научной новизной и являющиеся предметом защиты:

- сформирована система оценки бизнеса и управления стоимостью компании, отличительной особенностью которой является реализация системного подхода;
- уточнены основополагающие принципы формирования системы оценки стоимости бизнеса;
- разработана более полная инфраструктура системы оценки стоимости бизнеса;
- в систематизированном виде представлены ключевые факторы, обуславливающие стоимость бизнеса;
- получены расчетным путем числовые оценки показателей чувствительности стоимости бизнеса в зависимости от изменения ключевых факторов;
- предложена система расчетов, предусматривающая получение количественной оценки интегрального показателя, именуемого силой бизнеса;
- разработан укрупненный алгоритм, позволяющий обосновать выбор целесообразного состава методов для осуществления оценки стоимости бизнеса;
- разработана методика выбора среди проданных на рынке предприятий наиболее подобного с тем, которое выставлено на продажу; отличительной особенностью этой методики является реализация многоцелевого подхода к решению этой задачи;

- сформулированы научные и методические рекомендации, предусматривающие совершенствование системы управления стоимостью бизнеса.

Практическая значимость диссертационной работы состоит в том, что основные научные рекомендации и методические разработки выполненного исследования были использованы рядом коммерческих структур Санкт-Петербурга и Москвы, занятых в системе телекоммуникационной связи, производстве пищевых продуктов, целлюлозно-бумажной промышленности, таких как ОАО «МЕГАФОН», ОАО «Вимм-Билль-Данн», ОАО «Санкт-Петербургский картонно-полиграфический комбинат».

Во введении обоснована актуальность темы диссертационного исследования, сформулированы подлежащие реализации главные цели, определены объект и предмет исследования, сформулированы основные задачи, требующие решения, раскрыта научная новизна диссертационной работы, определена ее практическая значимость, а также изложены главные результаты, выносимые на защиту.

В первой главе приводятся результаты анализа и обобщения зарубежного и отечественного опыта применения систем управления стоимостью компаний, систематизированы главные теоретические и методические проблемы, связанные с получением достоверных оценок стоимости бизнеса. Установлена недостаточно полная разработанность теоретических и методических вопросов формирования (построения) систем оценки стоимости предприятия и управления этой стоимостью. Дана характеристика предприятия как объекта оценки стоимости. Раскрыто содержание процесса стоимостной оценки предприятия.

Во второй главе излагаются теоретические основы формирования системы оценки стоимости предприятия (компании). В ней формулируются или уточняются основные термины, категории и понятия, освещаются традиционные и дополнительно предлагаемые соискателем принципы по-

строения системы оценки стоимости бизнеса, раскрывается взаимосвязь ее элементов, приводится ее инфраструктура. Дается достаточно полная классификация целей оценки стоимости бизнеса, являющихся основой выбора соответствующего метода расчетов этой стоимости. Приводится состав основных этапов, в соответствии с которыми рекомендуется осуществлять оценку стоимости предприятия.

Третья глава посвящена методическим аспектам реализации системы оценки стоимости предприятия и управления ею. В ней разработан алгоритм, позволяющий обосновать выбор наиболее целесообразного метода оценки стоимости бизнеса. Разработана методика оценки совокупной и относительной стоимости бизнеса. Выполнен содержательный анализ известных подходов к оценке стоимости бизнеса, а в их составе и методов. Выявлены основные достоинства, недостатки и сферы целесообразного применения основных подходов к оценке стоимости компании. Разработана методика, позволяющая на основе многоцелевого метода анализа иерархий отобрать среди ранее проданных предприятий такое, которое характеризуется наибольшим сходством по ключевым показателям стоимости бизнеса с выставленным на продажу предприятием.

Сформулированы методические рекомендации, реализация которых будет способствовать повышению эффективности управления стоимостью компании.

На реальных исходных данных выполнен экспериментальный расчет оценки стоимости компании телекоммуникационной связи ВымпелКом, основу которого составил многоцелевой подход.

В заключении приведены основные научные и практические результаты диссертационного исследования, а также сформулированы основные выводы и предложения.

Глава 1. Зарубежный и отечественный опыт оценки стоимости бизнеса и управления ею

1.1. Обобщение мирового опыта использования систем управления стоимостью бизнеса

Оценка стоимости бизнеса – это многоэтапный и вместе с тем весьма сложный аналитический процесс определения рыночной стоимости его капитала (на основе достигнутой капитализации), который базируется на выполнении вполне определенной системы расчетов и необходимых логических процедур.

Современные взгляды на оценку стоимости бизнеса представлены концепцией «управления стоимостью компании» (УСК), которая возникла в середине 1980-х годов в США. Авторами, являющимися пионерами внедрения указанной концепции, считаются Коупленд, Коллер, Муррин, Скотт, Жири-Делуазон, Эберхард фон Ленайзен.

Четкое представление относительно реальной стоимости компании позволяет ее собственникам принимать своевременные и вместе с тем научно обоснованные управленческие решения, связанные с прекращением функционирования на целевом рынке (или его сегменте) или продолжением присутствия на нем. В США общепринятым считается, что если компания организует свою работу не в соответствии с системой УСК, то ее необходимо реструктуризировать (т.е. осуществить одну из целесообразных процедур: слияния, выделения, разделения).

Управление стоимостью компании (предприятия) представляет собой современный метод управления коммерческими компаниями (предприятиями, фирмами), предусматривающий реализацию главной цели их

функционирования – постоянное увеличение во времени их рыночной стоимости (богатства акционеров) благодаря реструктуризации объекта, реализации соответствующих бизнес-процессов, бизнес-проектов, бизнес-усовершенствований, реинжиниринговых и иных мероприятий [66].

«УСК – это такой метод управления, при котором все стратегические цели компании, техника анализа и процесс управления направлены на решение одной главной задачи, – максимизировать стоимость компании, направив все стратегические и текущие управленческие решения на улучшение ключевых показателей, влияющих на стоимость» [<http://www.appraiser.ru/info/articles/art39.htm>].

Управление стоимостью компании осуществляется обычно на основе оценки собственного капитала.

Система УСК ориентирована на использование при проведении необходимых расчетов доходного подхода, о котором речь пойдет ниже. В рамках данного подхода стоимость компании определяется как сумма денежных потоков, которые будут созданы компанией, скорректированных с учетом факторов времени и соответствующих рисков, за вычетом всех требований к компании.

Благодаря накоплению достаточно солидного положительного опыта в применении указанной концепции и в странах Европы и Азии в 1990-х годах было принято решение использовать его в практической деятельности. Через несколько лет и отечественные компании заинтересовались этим опытом. Они стали его применять в своей оценочной деятельности с тем, чтобы наилучшим образом соответствовать сформировавшимся требованиям западных инвесторов. Так, крупнейшая российская компания «Вимм-Билль-Данн» (Wimm-Bill-Dann), реализующая продукты питания (соки, молочные продукты), благодаря использованию концепции управления стоимостью компании (УСК) удачно разместила свои акции на Нью-Йоркской фондовой бирже. В страховой компании РОСНО философия

УСК стала применяться только тогда, когда она перешла под контроль немецкой группы Aliens. Такие крупные отечественные компании, как ЮКОС, ЛУКОЙЛ, «ВымпелКом», «Мобильные телесистемы» (МТС), «Росбизнесконсалтинг» также начинают осваивать указанную концепцию во все больших масштабах.

Основные мотивационные причины, согласно которым повышенный интерес проявляют западные корпорации и некоторые российские компании к концепции УСК, можно объединить в три группы.

Первая группа причин обусловлена теми новыми процессами, которые возникают в самом бизнесе. Современный бизнес становится все более динамичным в своем развитии, значительно возрастает роль интеллектуальных ресурсов, являющихся одним из главных факторов получения преимуществ в жесткой конкурентной борьбе. Формируется и расширяется рынок продаж готового бизнеса.

Вторая группа причин связана с усилением самой конкуренции. Следствие этой конкуренции является необходимость наиболее полного удовлетворения всех заинтересованных сторон в успешной деятельности компании. К ним относятся различные группы покупателей, поставщики ресурсов, финансово-кредитные учреждения, страховые компании, государственные и муниципальные органы, собственный персонал данной компании. Обеспечение наиболее полного удовлетворения требований многих заинтересованных в успешной деятельности предприятия сторон предполагает необходимость использования эффективных систем планирования и управления, охватывающих различные виды деятельности и реализуемых с учетом необходимости долговременного присутствия на целевом рынке.

Третья группа причин обусловлена необходимостью учета тех процессов, которые возникают во взаимоотношениях между собственником предприятия и приглашенной на работу командой менеджеров. На практи-

ке наблюдается значительное рассогласование их экономических интересов. Это происходит в условиях, когда имеет место переход фактического контроля над конечными результатами деятельности компании от ее собственника к команде наемных менеджеров.

Таким образом, управление стоимостью компании с целью ее увеличения в долгосрочной перспективе позволяет ей в максимально возможной мере удовлетворить интересы собственников, определить рациональные стратегические направления своего развития в долгосрочной перспективе и выработать систему эффективных управленческих мер, способствующих достижению поставленных целей.

Система управления стоимостью компании в США базируется на строгом соблюдении профессиональных норм и стандартов. В качестве основных стандартов выступают следующие [63].

Стандарты Американского Общества Оценщиков. Американское общество оценщиков ASA (The American Society of Appraisers) было создано в 1936 году. Оно является главной организацией, ведущей контроль и сертифицирование оценщиков всех профессий, включая специалистов по оценке стоимости бизнеса. Для того чтобы гарантировать соблюдение профессиональными оценщиками высших технических и этических стандартов, ASA подготовила обширный комплекс документов: принципы оценочной практики и Кодекс чести. Эти стандарты применимы как для специалистов, занимающихся решением вопросов оценки стоимости бизнеса, так и для оценщиков недвижимости, машин и оборудования. Стандарты предназначены для решения ряда проблем, связанных с определением:

- уровня объективности в процессе осуществления оценочных работ;
- уровня ответственности оценщика перед клиентом;
- уровня ответственности оценщика перед другими оценщиками и

ASA.

- незтичных и непрофессиональных действий в оценочной практике.

Стандарты Фонда оценки. В 1987 году девять профессиональных организаций оценщиков объединились в Фонд оценки (The Appraisal Foundation), который образовал Комитет по стандартам оценки и Совет по квалификации оценщиков. С помощью Комитета по стандартам оценки Фонд разработал Единые стандарты профессиональной практики оценки USPAP (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice). Эти стандарты обязательны для всех оценочных работ, которые проводятся членами ASA.

В России в настоящее время достаточно быстрыми темпами происходит становление рынка продаж готового бизнеса. Так, например, в сети Интернет на более чем 100 сайтах рекламируются предложение и спрос на готовый бизнес (предприятия). Из представленной в сети Интернет информации видно, что куплей-продажей готового бизнеса заняты практически все отрасли народного хозяйства: торговля, строительство, производство продукции, транспорт, общественное питание, сельское хозяйство и переработка сельхозпродукции, услуги и сервис, коммерческая недвижимость, игровой бизнес и т. д. [<http://www/e-buysell.biz/stat-open.asp>]. Информация об объеме предложения и спросе на готовый бизнес, только на одном сайте приведена в приложении 1 [<http://www/e-buysell.biz/stat-open.asp>]. Из него видно, что наибольшее количество предложений связано с производственной деятельностью – 48,18% от общего объема оборота, далее следуют торговля – 6,17%, строительство – 5,54% и т. д.

Однако подробная информация о свершившихся покупках-продажах готового бизнеса не становится «прозрачной», доступной широкому кругу экспертов-оценщиков и других специалистов. В своем большинстве становится известной достаточно детальная информация о преимущественно крупных сделках («сделках века»), а именно: продажа «Норильского Никеля», «Красноярского Аллюминиевого комбината», «Медиа-Моста» и т. п.

Тем не менее, количество сделок, связанных с куплей-продажей собственности (особенно в малом и среднем бизнесе), постепенно возрастает.

В перспективе по мере возрождения отечественной экономики на рынок готового бизнеса будет выставляться на продажу все больше и больше различных компаний. В получении наивысшей цены заинтересованы все продавцы. На этом рынке начинают появляться иностранные покупатели. Поэтому для облегчения продажи отечественных компаний на рынке готового бизнеса, на котором присутствуют иностранные покупатели, рекомендуется подготавливать отчеты по оценке, соответствующие стандартам ASA и USPAP. В таком случае возрастает вероятность продать объекты по наиболее высокой цене, в чем прямо заинтересованы продавцы бизнеса.

В процессе создания дочерних организаций и развития многопрофильных производств становится возможным обосновать наиболее целесообразную организационно-правовую форму предприятия благодаря анализу и оценке стоимости бизнеса, определить реальную структурную производственную политику, что, как правило, органически увязывается со стратегией развития предприятия.

Содержательная часть стандартов по оценке бизнеса ASA была использована отечественными специалистами при разработке нормативных документов, регламентирующих различные аспекты оценки стоимости бизнеса, касающиеся процесса управления и стандартов.

В настоящее время в каждой из стран, входящих в IVSC (Международный Комитет по стандартам оценки) и TEGoVa (Европейскую группу ассоциаций оценщиков), существуют национальные режимы регулирования оценочной деятельности. При этом регулирование оценочной деятельности в США отличается, например, от регулирования оценки в Великобритании или Германии.

В соответствии с проводимыми ведущими журналами США стоимостных оценок по различным компаниям, например, Financial Times (FT) и Fortune ежегодно выставляются рейтинговые оценки. Так, американская сеть супермаркетов-дискаунтеров Wal-Mart стала в 2002 году мировым лидером по объемам продаж. В ежегодном списке журнала Fortune Wal-Mart – она первая среди 500 крупнейших компаний, а вот в списке FT-500 – лишь четвертая. Нефтяной гигант Exxon Mobil, занимающий второе место по объему продаж, стоит в списке FT на третьем. И, наоборот, лидер списка FT компания General Electric в журнале Fortune занимает только шестое место. Разница в рейтинговых оценках обусловлена разными подходами. Редакторы журнала Fortune полагают, что стоимостная оценка компании определяется ее оборотом, а Financial Times оценивает компанию по ее рыночной стоимости (капитализации), т. е. курсовой стоимости одной акции этой компании, умноженной на число ее акций [74].

Оценка стоимости компании как по объему оборота, так в соответствии с ее рыночной стоимостью имеют и достоинства, и недостатки. Среди основных недостатков, свойственных рыночной оценке компании, отметим следующие. Как это отмечено в [74], рынки склонны поддаваться так называемому стадному типу поведения. В результате многие динамично растущие корпорации или компании-шулеры, такие как Enron, в итоге были переоценены. Рыночная стоимость – это всего лишь отражение представлений акционеров о будущем компании. Между тем представления у покупателей бизнеса иногда достаточно быстро меняются под воздействием различных внешних и внутренних факторов. Второй недостаток в использовании рыночной оценки состоит в том, что в список FT-500 не попадают те компании, акции которых вообще не котируются на фондовой бирже. Это огромные государственные предприятия, например, венесуэльская PdVSA, по обороту примерно равная транснациональному гиганту Philip Morris (28-й в списке FT). Это и весьма большие по размеру компа-

нии, принадлежащие частным лицам, например, шведская IKEA или датская Lego. Оценка компаний по объему оборота также характеризуется определенными недостатками. Так, например, кредитные организации не получают в этом случае адекватной оценки. Для банков важен не только доход от объема оказанных в конкретном году услуг, но и, к примеру, кредиты, выданные на 10 лет. Кроме того, при оценке бизнеса по его объему оборота компании с высокими доходами от реализации продукции (т. е. выручкой) получают неоправданное преимущество перед компаниями с высоким объемом получаемой прибыли. Во многих случаях, как показывает практика оценочной деятельности, годовые объемы продаж не дают достоверного представления о потенциале, перспективах роста компании и возможной динамике ее дальнейшего развития.

Среди основных нормативных документов, используемых в РФ для оценки стоимости предприятий (бизнеса), необходимо выделить [1–5]:

Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 г.

«Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденные Постановлением Правительства РФ № 519 от 6 июля 2001 г.

Государственный стандарт Российской Федерации. Единая система оценки имущества. Термины и определения. ГОСТ Р 51195.0.02–98. Введен в действие 1999.01.01.

Стандарт российского общества оценщиков «Стоимость действующего предприятия как база оценки». Основные положения СТО РОО 24-01-96. Принят и введен в действие постановлением Правления Российского общества оценщиков 11 сентября 1996 года, протокол № 16, г. Москва.

1.2. Проблемные вопросы внедрения системы оценки стоимости бизнеса

В зарубежной и отечественной литературе излагается, а на практике применяется достаточно большое количество разнообразных подходов и методов оценки стоимости бизнеса [6–62; 69–86]. Только в одном зарубежном источнике [63] освещено семнадцать возможных методов оценки стоимости бизнеса. Как отмечают авторы этого источника, предлагаемые к использованию подходы к оценке стоимости бизнеса, ориентированы на закрытые компании, акции которых свободно не продаются на фондовом рынке (заметим, что оценку публичным компаниям в США дает практически ежеминутно биржевой рынок). Сегодняшняя российская действительность такова, что для оценки бизнеса подавляющего числа даже открытых акционерных предприятий теоретически возможно применять эти же методы, поскольку их акции реально не обращаются на фондовом рынке. Однако проблема заключается только в том, что западные методики оценки бизнеса в российских условиях не могут быть использованы, поскольку предусматривают необходимость составления прогноза доходности предприятия на достаточно дифференцированные отрезки времени – *на ряд месяцев вперед (!)*. Кроме того, темпы инфляции и уровни рисков, к примеру, в США сравнительно легко определяются или хорошо прогнозируются с необходимой и достаточной достоверностью. Как известно, реальный размер возможного дохода предприятия оценивается с помощью принятой ставки дисконтирования. «Ставки дисконтирования обычно выводятся кумулятивным методом по общей рыночной информации или на основе данных компаний-аналогов», – сообщают авторы книги и приводят подробное описание возможных источников получения необходимой информации [63]. Все эти перечисленные источники информации американского про-

исхождения. Подобных отечественных информационных источников пока еще не существует. По этой причине установление ставки дисконтирования в России является прерогативой самого эксперта-оценщика, что обуславливает весьма высокую степень субъективизма при реализации широко применяемого метода дисконтирования будущих денежных потоков. Практически не работает в России и такой распространенный на Западе метод оценки стоимости компаний, как анализ сопоставимых сделок (продаж). При его применении стоимость актива определяется путем сопоставления с ценами покупок или продаж аналогичных активов на рынке. Обычно этот метод применяется при оценке пакетов акций. Однако в условиях отечественного слабо развитого фондового рынка стоимость тех или иных акций часто является весьма условной величиной. Кроме того, анализ сопоставимых сделок предусматривает существование определенной «предыстории» сделок, достаточно хорошо отражающей ситуацию на рынке. В России практически нет сколько-либо представительной рыночной «предыстории» относительно проданных компаний. Еще более закрытой является информация о большом количестве договорных сделок, цены которых, как правило, имеют мало общего с рыночными ценами. Типичной характеристикой российских компаний является их информационная закрытость, что ограничивает возможность накопления необходимой статистической ретроспективной информации. «Доходы компании-аналога за последние четыре квартала, предшествующие дате оценки, легко определить, *получив квартальные отчеты компании*», – констатируют авторы книги [63]. Столь быстрое публичное оповещение общественности российскими компаниями о своих конечных экономических результатах коммерческой деятельности является делом не практикуемым.

Как известно, за приобретение на рынке контрольного или неконтрольного пакета акций какой-либо компании полагается соответственно премия или скидка. Премия рассматривается как процент превышения вы-

купной ценой рыночной цены акций продавца. Скидка же является производной от премии за контроль. В зарубежной практике премии за контроль публикуются в ежегодно издаваемых статистических сборниках. Между тем отечественных изданий подобного рода, где бы отражались бы средние значения статистических показателей, отражающих величины премий за контроль по годам и отраслям, не существует. Поэтому эксперты-оценщики в России вынуждены или пользоваться данными зарубежных справочников, что представляется не корректным, или самостоятельно рассчитывать эти величины.

Из проведенного выше критического анализа следует заключить, что в российской действительности оценку стоимости бизнеса приходится осуществлять *в условиях отсутствия необходимой своевременности, полноты и достоверности исходной информации, что не может положительно сказаться на достоверности итоговых расчетов.*

Внедрение в практическую деятельность отечественных предприятий системы оценки стоимости бизнеса и эффективное управление ею обуславливают потребность решения многочисленных групп дополнительных задач, в необходимости решения которых в рыночных формах хозяйствования не было.

Одной из таких задач являются сбор, анализ, подготовка сложного информационного и организационно-экономического и финансового обеспечения. В частности, это касается необходимости достаточно точного определения планируемых денежных потоков, обусловленных функционированием предприятия как в течение прогнозного периода, так и построженного (в западной терминологии – терминального, продленного периода). Существующая в России практика получения такой информации основывается преимущественно на использовании опыта, которым располагают эксперты-оценщики. Если учесть, что их опыт в большинстве случаев весьма скромный, то следствием этого является получение денежных по-

токов существенно отличающихся от реальных потоков. Недостаточно точная и прозрачная информация относительно денежных потоков, имеющих место в течение прогнозного периода, обуславливает получение недостоверных оценок стоимости бизнеса.

В 2002 году компания PriceWaterhouse Coopers (PWC) провела широкомасштабное исследование. По итогам обработки собранных статистических данных было доказано, что достаточная информационная прозрачность обследованных компаний прямо способствует повышению уровня их капитализации. Результаты выполненного исследования показали, что средний рост капитализации компании при выборе и реализации *политики прозрачности информации* о конечных результатах деятельности достигает 20–30%.

Еще более усугубляется положение дел, если информацию о денежных потоках получают применительно к постпрогнозному периоду. Это вызвано тем обстоятельством, что закономерности изменения денежных потоков в течение построженного периода обычно отличаются от прогнозного периода. Вероятность получения недостоверных данных возрастает потому, что менеджеры и специалисты, как правило, ориентируются на свой опыт. Современные методы прогнозирования в подавляющем большинстве случаев не применяются. По данным проведенных экспертами исследований на предприятии сотовой связи Мегафон установлено, что отклонения в планируемых денежных потоках, установленных по опыту, и рассчитанных с помощью современных методов прогнозирования отличаются на 30–40%.

Как следует из приведенного выше материала, практика оценки стоимости бизнеса в современной российской действительности базируется не на основе использования в расчетах необходимой объективной информации, а преимущественно на субъективных оценках. Вполне естественно, что такое положение дел (недостаток своевременной и достоверной

информации) вынуждает профессионального оценщика проводить соответствующие исследования и тратить дополнительные денежные ресурсы с тем, чтобы минимизировать ошибки при установлении окончательной оценки стоимости бизнеса.

Непосредственно оценка стоимости бизнеса не имеет институционального значения. Это вызвано тем, что оценочная деятельность приобретает значение только тогда, когда она становится составной частью работы менеджеров компании по управлению активами. При этом любое сколько-либо серьезное управленческое решение, принимаемое менеджерами, работающими в функциональных подразделениях, должно быть направлено на обеспечение повышения стоимости компании. Это может быть обеспечено только в том случае, если в своей повседневной деятельности менеджеры будут исходить из постулата, что *главным критерием* оценки конечных результатов деятельности компании *является рост ее стоимости*. Особенно важно учитывать это соображение при принятии к реализации весьма крупных хозяйственных решений, предусматривающих, например, слияние, поглощение, разъединение и, наконец, преобразование в другую организационно-правовую форму. Причем исключительно важным в проведении разного рода преобразований в компании является оценка экономических последствий от их проведения. Результатом оценки возможных последствий должно стать достаточно точное предсказание роста стоимости бизнеса и соответственно повышение курсовой стоимости акций компании (а, значит, и благосостояния акционеров).

Сложной проблемой, с которой сталкиваются в своей деятельности отечественные оценщики бизнеса, заключается в том, что всем им не хватает необходимых ретроспективных *отраслевых статистических данных* о результатах деятельности оцениваемых компаний. Это обусловлено тем обстоятельством, что в России значительная часть ОАО имеет обыкновение не знакомить публично и в полном объеме широкую общественность с

конечными экономическими и финансовыми результатами своей деятельности. Это связано, во-первых, с тем, что ОАО часто не публикуют в соответствующих изданиях годовые балансы, в которых должны отражаться конечные результаты их деятельности, во-вторых, акции этих акционерных обществ часто не обращаются на организованном рынке ценных бумаг, в-третьих, если балансы и опубликованы, то в них присутствуют обычно элементы приукрашивания конечных результатов своей деятельности. Положение дел со сбором необходимой информации для оценки стоимости бизнеса еще более усложняется, если это касается закрытых акционерных обществ (ЗАО). Эти компании, как правило, не публикуют в открытой печати данные, касающиеся конечных экономических результатов коммерческой деятельности.

Следующая проблема, имеющая место при оценке стоимости бизнеса, связана с определением достоверной величины ставки дисконта. Как показали выполненные исследования, что стоимостная оценка стоимости компании весьма чувствительная к используемой в расчетах ставке дисконта. Применяемая в оценочных расчетах ставка дисконта устанавливается в большинстве случаев не на научной основе, а преимущественно субъективно. Этот субъективизм наблюдается, в частности, при определении безрисковой ставки, риска инвестиций в разрезе отраслей промышленности, риска ликвидности, риска, связанного с нестабильностью политической ситуации в России. Перечисленные виды рисков целесообразно определять с учетом накопленной статистической информации и последующей ее актуализации. Для повышения достоверности учитываемых в расчетах рисков должны устанавливаться с учетом особенностей регионов России. Иначе говоря, все виды рисков должны быть дифференцированными по регионам и отраслям. Для их оценки должны применяться соответствующие методы. В таком случае станет возможным получать более достоверные оценки стоимости бизнеса.

В практической работе экспертов-оценщиков типичной является ситуация, когда они для выполнения расчетов используют два или три различными методами оценки стоимости бизнеса. В результате этого он получает несколько разных по величине итоговых результатов расчетов. Для получения окончательного результата оценщик вводит коэффициенты взвешивания. Как показывает практика, от достоверности установления этих коэффициентов взвешивания во многом зависит окончательная числовая оценка стоимости бизнеса. Современная практика отечественной оценочной деятельности показывает, что коэффициенты важности устанавливаются не на достаточно представительной ретроспективной информации, а преимущественно субъективно, исходя из приобретенных на данный момент знаний и накопленного опыта. Если учесть, что в высших учебных заведениях России подготовка профессиональных оценщиков началась сравнительно недавно, то трудно полагать, что рекомендуемые ими коэффициенты взвешивания устанавливаются достаточно обоснованно. Если с этим мнением согласиться, то трудно надеяться на получение достоверных результатов оценки стоимости компаний.

Серьезной проблемой для российской оценочной практике является необходимость достаточно достоверного учета влияния инфляции. Это обусловлено тем обстоятельством, что ежегодные темпы инфляции в 5–7 раз больше аналогичных темпов инфляции, которые имеют место в странах с развитой рыночной экономикой. Согласно [55] следует различать два направления, по которым происходит воздействие инфляции:

- 1) прямое влияние на экономические и финансовые условия функционирования и конечные результаты деятельности предприятия;
- 2) искажающее влияние на показатели (параметры), которые используются в процессе проведения оценки стоимости бизнеса.

В рамках первого из представленных выше направлений раскроем основные виды инфляционных воздействий.

Влияние на структуру активов. В связи с обесцениванием денег во времени предприятия, зачастую, переводят активы из денежной формы в менее ликвидные. Это отрицательно сказывается на сводных характеристиках ликвидности предприятия, следствием чего является понижение его платежеспособности. Масштабы указанного влияния обусловлены уровнем темпов инфляции.

Занижение стоимости основных средств. Из-за инфляционного роста цен их учетная оценка оказывается заниженной по сравнению с той оценкой, которая действовала на момент составления баланса. В результате занижается объем амортизационных отчислений и соответственно завышается величина налогооблагаемой прибыли, а, значит, и размера взимаемого налога. Такое положение дел отрицательным образом сказывается на конечных экономических результатах деятельности, а, следовательно, и стоимости предприятия.

Влияние на соотношение «активы/долги». Инфляция оказывает прямое влияние и на рынок заемных средств. Процентные ставки (кредитные), которые включают в себя инфляционную составляющую, соответствующим образом повышаются. Кредит становится относительно более дорогим со всеми вытекающими из такой ситуации отрицательными последствиями для заемщика средств.

Предупредительные меры финансовых посредников. Невозможность достоверно определить темпы инфляции приводит к повышению в перспективе уровня риска, связанного с проводимыми финансовыми операциями. Для снижения риска финансовые посредники завышают процентную ставку по кредитам, а по депозитам занижают. Такая практика приводит к ограничению финансовых возможностей их клиентов и снижает платежеспособность. Масштабы этого влияния во многом зависят от неточности, с которой определяется уровень инфляции.

Как было отмечено выше, второе направление, обусловленное необходимостью учета влияния инфляции, связано с разного вида искажениями показателей (например, с целью сокращения налоговых выплат предприятиями), возникающих на предприятиях в процессе осуществления системы бухгалтерского учета.

Воздействие инфляции по-разному сказывается на величине соответствующего типа денежного потока (выручки, прибыли, ввода основных производственных фондов, используемых разного вида ресурсов и т. д.) и величинах запаса средств и ресурсов. Кроме того, искажения различных показателей обусловлены неоднородностью условий их формирования в системе учета, например, материальных средств. По этой причине необходимым является разработка методик, с помощью которых можно было бы проводить необходимые корректировки для различных показателей.

Целесообразные к использованию способы учета инфляционных искажений разработаны проф. Ватником П.А. [10]. Указанный автор рекомендует проводить корректировку показателей посредством домножения их исходного (учетного) уровня на специальные индексы инфляции, определяемые для каждого отдельного вида денежного потока и типа запаса. Такой подход надо признать вполне правомерным.

Как известно, комплексная стоимостная оценка предприятия определяется не только стоимостью материальных активов, но и нематериальными активами – это активы, которые не имеют физического выражения. К ним относятся объекты интеллектуальной собственности, деловая репутация (гудвилл), организационные расходы.

В отечественной учетной литературе указанный термин гудвилл ассоциируется с наличием деловой репутации, доброго имени, деловых связей, стабильного контингента покупателей, ноу-хау, высокого уровня менеджмента, маркетинга, развитой сбытовой сети, выгодного географиче-

ского расположения, надежных партнеров, превосходного качества продукции и услуг, высокого уровня прибыльности и др.

По оценкам специалистов в условиях развитой рыночной экономики имущество предприятия на 30–60 % состоит из нематериальных активов, а товарный знак в их составе может занимать около 80 %. Для иллюстрации стоимостных оценок брендов приведем статистические данные за 1999–2000 годы по ряду стран (см. приложение 2). Из этого приложения следует, что стоимостные оценки брендов весьма велики – от \$20,7 до \$83,8 млрд.

Проблема, которая требует проведение дальнейших научных исследований, состоит в определении и последующем учете такой составляющей компоненты, как стоимость торговых марок и товарных знаков при оценке стоимости бизнеса. Стоимость товарных знаков и торговых марок достаточно высокая. В ряде случаев она превышает стоимость материальных активов. В стоимостную оценку бизнеса включается привнесенная стоимость популярности и доверия к марке. Так, Форд при покупке торговой марки (права производства) Ягуар заплатил \$1,6 млрд. При этом \$1 миллиард из указанной суммы был отдан за нематериальную составляющую – стоимость торговой марки.

В системе отечественного бухгалтерского учета стоимостная оценка гудвилл отражается в балансе только в том случае, если предприятием была совершена покупка другого предприятия. Стоимость собственной деловой репутации в балансе не отражается.

Важной проблемой в реализации сформированной системы оценки стоимости бизнеса, требующей своего квалифицированного решения, является также разработка достаточно эффективной методики мотивации персонала на всех уровнях управления за достижение плановых (нормативных) оценок ключевых факторов (показателей) стоимости бизнеса. Основная цель подобным мотивационных методик состоит в том, чтобы ока-

зывать реальное и достаточно существенно влияние на формирование стоимости предприятия.

Остается не решенной проблема, связанная с разработкой системы кризис-прогнозных показателей, на основе которых можно было бы контролировать и своевременно предупреждать наступление критической ситуации, которая характеризовала бы наступление неблагоприятных условий для дальнейшего присутствия на рынке или катастрофических последствий для существования бизнеса. Примером весьма сложной ситуации является такая, при которой реальная стоимость активов предприятия становится существенно меньше минимально установленного по закону размера Уставного капитала.

Получение достоверной оценки стоимости бизнеса во многом обусловлено учетом достоверной величины интеллектуального капитала.

В широком толковании интеллектуальный капитал можно определить как ресурсы, которые обуславливают эффективность функционирования предприятия и характеризуются следующими признаками. Во-первых, ресурсы не имеют материального содержания в традиционном понимании. Их сущность, ценность находится в нематериальной сфере. Во-вторых, ресурсы представляют собой будущие экономические выгоды как в виде будущих поступлений от этих ресурсов, так и в виде увеличения будущих поступлений от других видов ресурсов.

Для того чтобы эффективно управлять интеллектуальным капиталом, а, значит, и стоимостью предприятия, необходимо с достаточной достоверностью оценивать его не только количественно, но и качественно. Однако с помощью известных на сегодняшний день методов это сделать не удастся, что дает основание говорить о необходимости их дальнейшего совершенствования. Целесообразно разработать такие методы оценки, которые реально показывали бы изменение ценности интеллектуального капитала во времени. Содержание расчетов с помощью таких методов оценки

зависят от многих факторов, а, значит, они будут неодинаковыми для разных предприятий.

Для эффективного управления интеллектуальным капиталом на предприятии необходимым является использование комплексного подхода. Только построение полномасштабной системы оценки и управления интеллектуальным капиталом приведет к максимизации стоимости предприятия (бизнеса).

На сегодняшний момент отсутствуют сколько-либо удачные предложения по учету интеллектуального капитала при оценке стоимости бизнеса. Поэтому для полноценной оценки интеллектуальной собственности необходимо разработать на государственном уровне стандарты, нормативные и методические документы по оценке этого вида активов.

Одна из основных сложностей для собственников бизнеса связана с тем, что необходимо раскрыть очень большой объем экономической и финансовой информации, в том числе конфиденциальной. Поэтому в процессе оценки стоимости бизнеса встречаются трудности информационного плана. Некоторые компании в погоне за снижением объемов налогов не отражают в системе бухгалтерского учета реальных объемов реализации продукции (оказываемых услуг) и прибыли. В результате при обосновании стоимости бизнеса возникают дополнительные и вместе с тем трудно устранимые сложности, связанные с доказательством реальности предлагаемых к учету в соответствующих расчетах денежных потоков (выручки, прибыли), которые отличаются от данных бухгалтерского учета.

Таким образом, на основании изложенного выше аналитического материала, можно сделать следующие рекомендации:

- к оценке стоимости бизнеса должны привлекаться профессиональные оценщики;

- для планирования в компаниях денежных потоков в течение прогностного и построгностного периодов целесообразно применять современные методы прогнозирования;

- используемые в расчетах различные виды рисков должны устанавливаться дифференцированно по регионам и отраслям;

- коэффициенты взвешивания необходимо определять на основе представительной статистической ретроспективной информации;

- средневзвешенная стоимость капитала должна устанавливаться на научной, расчетной основе;

- воздействие темпов инфляции на все основные показатели, участвующие в расчетах оценки стоимости бизнеса, должны быть учтены в максимально возможной мере;

- для действенного управления стоимостью бизнеса необходимо разработать эффективные мотивационные методики для персонала компании, который оказывает наибольшее влияние на ее величину;

- для предупреждения наступления катастрофических последствий для существования бизнеса необходимо разработать систему кризис-прогнозных показателей;

- обеспечение достоверного учета влияния интеллектуального капитала на стоимость бизнеса обуславливает необходимость разработки научных методик, которые в последующем должны быть оформлены в виде соответствующих общероссийских стандартов, нормативных и методических документов по оценке этого вида активов.

Особо отметим, что состав сформулированных проблем в области оценочной деятельности так велик, что их решение является предметом исследования не одной кандидатской диссертации.

1.3. Предприятие как объект стоимостной оценки

Производственную основу любой экономической системы образуют предприятия, каждое из которых является первичным и главным элементом этой системы.

На сегодняшний день существуют различные определения понятия предприятие. Однако большая их часть отражает одну из сторон предприятия, которая с их точки зрения является наиболее важной. Такое положение дел вполне закономерно. Дело в том, что содержательную сторону этого понятия можно трактовать с точки зрения каждого отдельно участника процесса производства, заинтересованного в том или ином конечном результате.

Собственник рассматривает предприятие как часть своего богатства и как источник потенциальных доходов. *Члены трудового коллектива* считают предприятие местом приложения своих профессиональных знаний и навыков с целью получения заработной платы. *Менеджеры* используют предприятие как для реализации своих административных амбиций, планов, так и для расширения своих привилегий. *Инвесторы* анализируют экономическую целесообразность приобретения действующего предприятия для реализации своих предпринимательских замыслов. *Банки и страховые компании* видят в предприятиях своих потенциальных клиентов. *Государственные и муниципальные органы* интересуют возможность использования предприятия для решения общегосударственных и региональных задач. Кроме того, они рассматривают его как источник поступления определенных по объему налогов в соответствующие бюджеты. Вполне очевидно, что при таком многообразии взглядов на понятие предприятие не представляется возможным получение для него единого определения [55].

Действующий Гражданский Кодекс Российской Федерации определяет понятие предприятия в виде имущественного комплекса.

Предприятием в качестве объекта прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности.

В состав предприятия, рассматриваемого как имущественный комплекс, входят все виды имущества, предназначенного для его производственно-хозяйственной, инвестиционной и финансовой деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, материалы, продукцию, права требования, обязательства (долги), а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы, услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом.

Имущественный аспект играет важную роль на этапе создания предприятия, когда ставится вопрос о необходимости привлечения необходимых по объему ресурсов для организации производства продукции или оказания услуг. Предметно и содержательно эти ресурсы представлены в качестве элементов имущественного комплекса. Эти элементы имеют исходную оценку, обусловленную затратами на их приобретение, доставку, монтаж или создание. Вместе с тем, для реального собственника действующего предприятия ценность его определяется вовсе не прошлыми затратами, которые потребовались на его создание, а потенциальной возможностью приносить экономические и финансовые выгоды в будущем. Если предположить, что собственник является одним лицом, то, обладая правом распоряжения имуществом, он может получить экономические выгоды от владения предприятием тремя законными и в тоже время основными способами. В частности, получение дохода может быть обеспечено [55]:

- путем использования предприятия по прямому его назначению, а именно, как комплекса производящего и реализующего продукцию или оказывающего услуги;
- в результате отказа от права собственности на предприятие посредством его продажи в форме единого (неделимого) актива;
- на основе альтернативного использования отдельных частей предприятия (цехов, участков, производственного оборудования) путем их продажи, сдачи в аренду, передачи их в виде имущественного взноса в уставный капитал других коммерческих предприятий.

Первые два варианта предполагают сохранение за предприятием права юридического лица, а последний означает его упорядоченную ликвидацию. Кроме того, существует еще один вариант, не зависящий от решения собственника, при котором осуществляется принудительная ликвидация предприятия посредством реализации процедуры банкротства.

Все перечисленные способы извлечения экономических выгод собственник связывает с получением дохода в той или иной форме.

Кроме двух основных подходов – с позиции юридического лица и с позиций собственника, – известен ряд других. В них субъектами оценивания выступают юридические и физические лица, входящие в состав *внешнего окружения* предприятия. К ним относятся: банки, решающие вопрос о целесообразности выдачи кредита под залог; страховые компании, определяющие размер страхового взноса и выплат в случае наступления страхового случая; биржи, устанавливающие цены на акции, продаваемые на фондовом рынке и др.

Для государственных органов стоимостная оценка предприятия также представляет известный экономический интерес. Этот интерес обусловлен необходимостью решения ряда важных задач, связанных с определением условий и размера налогообложения; приватизацией или национализацией предприятий; рассмотрением арбитражных исков; установле-

нием социальной значимости отдельных предприятий для отдельного города, региона или страны в целом.

Наряду с трактовкой предприятия в качестве имущественного комплекса оно может рассматриваться как самостоятельная бизнес-единица, которая имеет ценность, поскольку приносит и в ближайшем будущем будет приносить своим владельцам некоторый денежный доход. При оценке стоимости предприятия необходимо учитывать оба эти фактора.

Заметим, что оценка имущественного комплекса отлична от оценки предприятия (бизнеса) в целом. В данном случае речь идет об оценке имущества предприятия, предназначенного для его деятельности: земельный участок, здания и сооружения, машины и оборудование, нематериальные активы.

Таким образом, постановка цели оценки стоимости предприятия требует уточнения позиций, с которых предполагается ее получение. Это позволит правильно выбрать один из стандартных методов оценки (затратный, доходный или элементный). Такой подход не исключает необходимости учета и специфических ситуаций. Например, если предприятие расположено на территории, где действуют особые правовые нормы (например, свободные экономические зоны), то порядок выполнения стоимостной оценки может иметь определенные особенности. Специфические приемы и подходы могут потребоваться и при стоимостной оценке градообразующих предприятий или при оценке крупных предприятий, выполняющих важнейшие стратегические функции (например, обеспечение экономической или военной безопасности).

1.4. Содержание процесса оценки бизнеса

Термин «оценка предприятия» имеет двойное толкование. Первое из этих толкований связано с определением величины стоимости объекта собственности, а второе – с осуществлением процесса ее расчета [55].

Процесс оценки стоимости предприятия (бизнеса) представляет собой комплекс необходимых вычислительных процедур для установления стоимости с позиций конкретного субъекта, предполагающего действовать в своих экономических интересах для достижения поставленных целей.

Содержательный состав такого комплекса определяется стадией, на которой находится принимаемое решение. Традиционным считается проведение процесса стоимостной оценки предприятия на основе заключения договора с организациями, специализирующимися на выполнении подобного вида работ. В качестве таких организаций могут выступать риэлтерские конторы, агентства недвижимости, консалтинговые компании и т. п. В этом случае предполагается привлечение профессиональных экспертов-оценщиков и других необходимых специалистов (например, аудиторов, прогнозистов, финансистов), в задачу которых входит проведение комплексного обследования предприятия, сбор и обработка необходимой статистической и подготовка прогнозной информации, написание подробного отчета, включающего результаты необходимых расчетов, и формулирование окончательного заключения.

При таком подходе возможно получение достаточно точных результатов оценки стоимости предприятия. Вместе с тем, выполнение работ по договору оценки является длительной, трудоемкой и весьма дорогостоящей процедурой. Она занимает несколько месяцев и требует достаточно больших финансовых затрат со стороны заказчика

В ряде случаев может возникать необходимость применения более оперативных и менее трудоемких способов оценки ценности предприятия.

Потребность в таких текущих оценках может возникать как у самого предприятия, так и у субъектов из внешнего окружения, интересы которых в том или ином отношении распространяются на конечные результаты работы предприятия или на его имущество.

Достаточно опытные менеджеры ряда крупных компаний периодически сами их оценивают с целью уточнения состава организационно-технических и инвестиционных мероприятий, направленных на повышение экономической эффективности их функционирования (например, компании ЛУКОЙЛ, ЮКОС, страховая компания РОСНО). При этом каждым из них могут использоваться собственные приемы, базирующиеся на приобретенном опыте, предпочтениях к определенным методам расчетов и интуиции. Вероятность возникновения в таком случае ошибок достаточно велика. Определением стоимости бизнеса, как было отмечено выше, должны заниматься профессиональные эксперты-оценщики.

На предприятиях с высоким уровнем организации экономической работы оценка стоимости бизнеса проводится на систематической основе.

В оперативном получении текущих оценок в первую очередь заинтересован владелец (собственник) предприятия. Это обусловлено тем обстоятельством, что без достоверной информации о мере ценности предприятия невозможно с наибольшей экономической выгодой реализовывать собственником право распоряжения имуществом. На основе такой информации собственник может посчитать целесообразным привлечение дополнительных инвестиций в расширение производства, провести структурную перестройку, продать предприятие (или пакет акций), ликвидировать его или оставить без изменений, удовлетворившись объемом получаемой прибыли.

Выводы

На основании выполненного исследования получены следующие научные результаты.

1. Обобщен зарубежный и отечественный опыт использования систем оценки стоимости бизнеса. Из него следует, что за рубежом накоплен достаточно солидный опыт эффективного управления стоимостью компании (предприятия). Между тем в отечественной оценочной практике имеется достаточно большое количество теоретических и методических вопросов, которые требуют неотложного решения.

2. Выявлены и систематизированы основные экономико-организационные проблемные вопросы, связанные с необходимостью адаптации положительного зарубежного опыта к российским условиям осуществления оценочной деятельности. В частности, установлено, что в России оценку стоимости бизнеса приходится осуществлять в условиях отсутствия необходимой своевременности, полноты и достоверности исходной информации, что не может положительно сказаться на точности итоговых расчетов.

3. Показано, что средний рост капитализации компании при выборе и реализации *политики прозрачности информации* о конечных результатах ее деятельности достигает 20–30%.

4. Изложены и оценены современные подходы к получению стоимостной оценки бизнеса.

5. Систематизированы основные причины, согласно которым проявляют повышенный интерес западные корпорации и некоторые российские компании к концепции управления стоимостью компании.

6. Рассмотрены различные подходы к толкованию термина «оценка предприятия» и раскрыто содержание процесса осуществления стоимостной оценки бизнеса.

Глава 2. Теоретические основы формирования системы оценки стоимости бизнеса

2.1. Классификация субъектов и объектов оценки стоимости бизнеса

Состав понятийного аппарата, используемого в процессе оценки стоимости бизнеса приведен в приложении 1.

В процессе оценки стоимости бизнеса главным действующим лицом на рынке готового бизнеса является субъект оценки. Знание классификации субъектов оценки даст возможность установить состав потенциальных целей, которые они могут ставить перед собой. Знание же цели (целей) субъекта оценки позволит определиться с составом методов, с помощью которых целесообразно производить оценку стоимости бизнеса.

Состав субъектов оценочной деятельности регламентирован Ст. 4 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [1]. В нем отмечено: «Субъектами оценочной деятельности признаются, с одной стороны, юридические лица (индивидуальные предприниматели), деятельность которых регулируется настоящим Федеральным законом (оценщики), а с другой – потребители их услуг (заказчики)»

В качестве главного субъекта оценки следует рассматривать не просто человека или организацию, выполняющих работы по определению оценки стоимости предприятия, а то лицо, во имя интересов которого производится эта оценка.

Субъект оценки может быть определен как юридическое или физическое лицо, интересы которого находят отражение в устанавливаемой мере ценности предприятия.

Преследуемые интересы обычно в полной мере соответствуют основным целям, к которым стремится данное лицо. Так, например, *собственник*, которому принадлежит предприятие, стремится к получению максимальной экономической выгоды; *банки* – к поддержанию на высоком и стабильном уровне своего финансового оборота через максимально полное соблюдение условий кредитных договоров; *само предприятие* – к установлению режима экономической и экологической безопасности, выживанию, реализации возможности долговременного присутствия на целевом рынке и т. д.

В рамках классификации основных субъектов оценки бизнеса можно выделить:

- предприятие, являющееся юридическим лицом;
- собственников предприятия, которые подразделяются на:
 - а) владельцев, обладающих абсолютным правом собственности (включая имущественную компоненту) и соответственно полной (неограниченной) ответственностью по долговым обязательствам предприятия;
 - б) корпоративных владельцев, имеющих только обязательственные права по отношению к предприятию и, как следствие, несущих ответственность по его долгам, ограниченную их взносом в уставный капитал (например, в виде пакета приобретенных акций);
- различных юридических и физических лиц из внешнего рыночного окружения, к которым относятся:
 - а) индивидуальные кредиторы и финансово-кредитные учреждения;
 - б) страховые компании или агентства;
 - в) потенциальные инвесторы;
 - г) фондовые биржи;
 - д) арендаторы;
- государство, представленное различными органами, в том числе:
 - а) Министерством экономики и развития;

б) Министерством управления государственным имуществом;

в) антимонопольным комитетом;

г) налоговой службой;

д) арбитражными судами;

- региональные образования, представляемые:

а) комитетами по управлению муниципальным имуществом;

б) комитетами по занятости населения;

- иностранные юридические и физические лица, международные организации:

а) зарубежные инвесторы;

б) международные кредитные фонды.

По результатам стоимостной оценки объекта каждый из субъектов использует полученную аналитическую информацию для решения вполне определенной задачи.

Классификационный состав объектов оценки стоимости бизнеса регламентирован Ст. 5 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [1]. В нем к объектам оценки отнесены:

- ◆ отдельные материальные объекты (вещи);

- ◆ совокупность вещей, составляющих имущество лица, в том числе имущество определенного вида (движимое или недвижимое, в том числе предприятия);

- ◆ право собственности и иные вещные права на имущество или отдельные вещи из состава имущества;

- ◆ права требования, долги, а также другие исключительные права;

- ◆ права на обозначения (фирменное наименование, товарные знаки и т. п.);

- ◆ продукция, работы, услуги, информация;

◆ иные объекты гражданских прав, в отношении которых законодательством РФ установлена возможность их участия в гражданском обороте.

Каждый из перечисленных субъектов на основе полученной информации о рынке недвижимости и собственного финансового положения может определить и сформулировать актуальную для него задачу в системе оценки стоимости бизнеса, которую необходимо решить с приемлемой выгодой для себя.

Применительно к перечисленным выше субъектами оценки стоимости бизнеса приведем классификация решаемых ими различных типов задач (табл. 2.1).

Таблица 2.1

Классификация типов задач, решаемых различными субъектами
в системе оценочной деятельности

Субъект оценки	Наименование оценки	Тип решаемой задачи
1	2	3
Предприятие как юридическое лицо	Текущая	Обеспечение экономической безопасности, выживаемости
	Плановая	Разработка плана (стратегии) развития предприятия
Собственник	Базовая	Выбор экономически целесообразного варианта распоряжения собственностью
	Реструктуризационная	Составление объединительных или разъединительных балансов
	Коммерческая	Обоснование цены купли-продажи предприятия или его части
	Ликвидационная	Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия
Кредитные учреждения	Кредитная	Проверка финансовой дееспособности заемщика
	Залоговая	Определение возможного размера ссуды, выдаваемой под залог
	Страховая	Установление размера страхового взноса

Окончание табл. 2.1

1	2	3
Государственные и муниципальные органы	Приватизационная	Подготовка предприятия к приватизации (разработка и реализация комплекса мероприятий)
	Фискальная	Определение облагаемой базы для начисления различных видов налогов
	Арбитражная	Установление выручки средств от принудительной ликвидации через процедуру банкротства
	Социальная	Разработка планов социального развития
Страховые компании	Компенсационная	Определение суммы страховых выплат при наступлении страхового случая
Фондовые биржи	Информационная	Расчет конъюнктурных характеристик
	Акционерная	Проверка обоснованности котировок ценных бумаг
Инвесторы	Инвестиционная	Проверка экономической целесообразности инвестиционных вложений
	Предельная	Определение максимально допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в инвестиционный проект

При определении любого типа (наименования) оценки важным является обеспечения единообразия исходных данных. Сведения, фигурирующие в оценочных процедурах, должны обладать информационной прозрачностью для всех субъектов, потенциально заинтересованных в установлении достоверной оценки стоимости предприятия (бизнеса). Состав исходной информации, используемой, к примеру, для текущих оценок, целесообразно ограничить перечнем показателей, включаемых в официальную отчетность предприятия. Дополнительно могут привлекаться сведения из документированных источников таких, как бизнес-план, инвестиционный проект и т. п. В случае появления сомнений относительно достоверности полученной информации целесообразно проведение необходимой аудиторской проверки или специальной экспертизы представленных документов.

При определении ценности предприятия принципиально важным является выбор момента (срока) оценки. Рекомендации по выбору момента оценки зависят от предлагаемой формы проведения оценивания. В случае получения разовой оценки через привлечение определенного коллектива экспертов-оценщиков в качестве такого момента (срока) может быть принята любая дата, устраивающая заказчика. Для получения текущих оценок желательно учитывать возможность получения информации, содержащейся в *периодической отчетности* (бухгалтерский баланс, отчеты о прибылях и убытках, балансы оборотных средств, прогнозы объемов продаж и прибыли). Получение оценки стоимости предприятия в форме мониторинга рекомендуется осуществляться или с ежеквартальной, или полугодовой, или годовой периодичностью.

2.2. Классификация целей оценки стоимости бизнеса

Выбор метода оценки стоимости предприятия во многом обусловлен той главной целью, во имя достижения которой должна быть выполнена эта оценка. Поэтому для решения этой задачи на научной основе необходимым является проведение классификации основных целей.

Целью оценки является обоснование рыночной стоимости предприятия (стоимости бизнеса) в целом или части его активов на основе выполнения достаточно строгой системы экономических расчетов.

К предприятию, которое, например, объявлено банкротом, а его имущество должно быть продано для удовлетворения требований многочисленных кредиторов, может быть применен вполне определенный метод оценки его стоимости (в частности, метод оценки стоимости чистых активов).

Типичными ситуациями, когда возникает потребность в оценке стоимости предприятия или иного имущества, являются:

- продажа предприятия;
- продажа или иное отчуждение отдельных элементов имущества предприятия (цехов, производственных участков, зданий, сооружений, производственного оборудования, земельных участков);
- переуступка долговых обязательств, связанных с объектами оценки;
- передача объектов оценки в качестве вклада в уставный капитал вновь образуемого предприятия;
- выкуп паев (акций) в закрытых компаниях при выходе из состава одного из акционеров (учредителей, пайщиков);
- форвардные соглашения о купле-продаже (долгосрочной сделки, предусматривающие условия их расторжения на основе рыночной стоимости);
- эмиссия новых акций открытыми акционерными обществами;
- конверсия акций одного типа в другой;
- обоснование вариантов санации предприятий-банкротов;
- отделение от дочерней компании;
- купля-продажа акций предприятия на фондовой бирже (покупка предприятия или его части, находящихся в акционерной собственности);
- купля-продажа доли (вклада) в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью;
- передача предприятия в аренду (определение стоимости предприятия необходимо для расчета арендной платы и при необходимости осуществление последующего выкупа его арендатором);
- обоснование целесообразности реализации инвестиционного проекта развития предприятия, основу которого составляет его исходная (текущая) стоимость;

- получение кредита физическими и юридическими лицами под залог имущества (ипотечное кредитование);
- определение информационной базы для исчисления налога на имущество;
- страхование имущества предприятия (для определения сумм страховых взносов и выплат, возникающих при наступлении страхового случая);
- переоценка стоимости основных производственных фондов;
- выкуп или иное предусмотренное законодательством РФ изъятие имущества для государственных или муниципальных нужд;
- оценка рыночной стоимости права требования (дебиторской задолженности);
- национализация имущества;
- реорганизация (слияние, разделение, поглощение) и ликвидация предприятия, проводимые как по решению собственника, так и по постановлению арбитражного суда в случае объявления его банкротом.

В результате *слияния*, (равно как и *поглощение или разделение*), к примеру, возникает синергетический эффект, заключающийся в том, что образованный новый объект превосходит по стоимости первоначальную сумму образовавших его элементов.

Проведенное в Германии исследование – опрос 144 предприятий – показало, что основными мотивами приобретения других предприятий служат [58]:

- стремление к укрупнению сектора рынка – 20 %;
- использование эффекта масштаба – 19 %;
- выход на новые рынки – 18 %;
- приобретение ноу-хау – 16 %;
- приобретение имиджа – 12 %;

- диверсификация продукции 12 %;

Среди прочих мотивов (3 %) преобладает стремление к «усилению позиции акционерной компании – росту Shareholder-value». При этом в качестве ориентира для определения «цены предприятия» все респонденты отдают предпочтение будущей доходности. Но параллельно с ориентацией на результаты (доход) более 80 % используют и рыночный подход к оценке, а более 50% исходят из стоимости имущества. Из методов оценки предприятия, основанных на прогнозировании результатов деятельности, 57 % опрошенных используют метод денежного потока (Cash Flow), 31 % – метод дисконтирования ожидаемой прибыли.

Таким образом, определяющим фактором при определении стоимости предприятия, следует считать область ее использования.

Основанием для проведения стоимостной оценки объекта является договор между оценщиком и заказчиком. Оценка может проводиться и на основании определения суда, арбитражного суда, третейского суда, а также по решению уполномоченного органа. При этом суд, арбитражный суд, третейский суд наделены в соответствии с законом правом самостоятельного выбора организации оценщика. Расходы в этом случае, связанные с проведением объекта стоимостной оценки, а также денежное вознаграждение оценщику подлежат возмещению (выплате) в порядке установленном законодательством РФ. Договор между оценщиком и заказчиком заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения.

Состав обязательных требований, предъявляемых к договору оценки, сформулирован в Ст. 10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в РФ». В ней, в частности, отмечается, что договор должен содержать:

- основание для заключения договора и вид объекта оценки;
- вид определяемой стоимости (стоимостей) объекта оценки;

- денежное вознаграждение за проведение оценки объекта;
- сведения о страховании гражданской ответственности оценщика.

В договор в обязательном порядке включаются сведения о наличии у привлекаемого оценщика *лицензии* на осуществление оценочного вида деятельности с указанием порядкового номера и даты выдачи лицензии, органа, ее выдавшего, а также срока, на который она выдана.

Классификация основных целей, во имя которых может быть проведена оценка стоимости предприятия, приведена в табл. 2.2.

Таблица 2.2

Классификация основных целей оценка стоимости предприятия в зависимости от подлежащих реализации процедур*

Цель оценки стоимости предприятия	Подлежащие реализации процедуры
1	2
Определение цены купли-продажи предприятия (бизнеса) в целом или любой части его активов (акций, паев)	Приобретение, продажа предприятия в целом или его части; установление стоимостного соотношения между элементами бизнеса; реорганизация, слияние компаний или переход их на выпуск акций другого типа; внесение вкладов в уставной капитал учредителей; обоснование направления реструктуризации предприятия (слияние, поглощение, разделение, выделение)
Продажа долевого интереса (части активов)	Оценка доли каждого участника в совместном предприятии
Определение величины стартового капитала для начала бизнеса	Расчет целесообразного количества акций, а также их цены
Определение целесообразности привлечения (использования) инвестиций	Включение предприятия (его активов) в качестве одной из компонент инвестиционного проекта
Обеспечение определенных обязательств после получения заемных средств	Передача предприятия в залог для исполнения каких-либо обязательств, например, по ипотечному кредитованию
Имущественное страхование (или страхование ответственности и предпринимательского риска)	Определение величины страховой стоимости и страхового возмещения
Ликвидация бизнеса, изменение структуры оплаченного капитала	Упорядоченное или ускоренное прекращение деятельности предприятия, определение новой структуры капитала
Определение арендной платы	Передача бизнеса в аренду, лизинг

Оценка стоимости активов, принадлежащих каждому из учредителей	Разделение активов предприятия между учредителями
Определение стоимости имущества, передаваемого по акту дарения имущества, наследования	Оплата налога на подаренное или наследуемое имущество
Обеспечение дополнительной капитализации акционерного капитала	Расчет дополнительного объема выпуска ценных бумаг (например, акций) в рамках проводимой новой эмиссии
Переоценка основных производственных фондов	Оценка реальной (или рыночной) стоимости производственного оборудования
Выполнение постановлений суда	Изъятие средств по суду или оплата упущенной выгоды
Приватизация	Подготовка предприятия к приватизации
Налогообложение	Определение налогооблагаемой базы
Форвардные соглашения о купле-продаже	Установление условий договора расторжения на основе рыночной стоимости. Владельцы договариваются о том, какими будут их доли в случае расторжения соглашения
Реструктуризация задолженности в Федеральный бюджет	Определение способов компенсации задолженности

* Частично использован материал из Howard Low Review, май 1966
«Метод оценки должен определяться причинами ее проведения»

В проведении на профессиональном уровне оценочных процедур могут быть заинтересованы различные субъекты оценки: собственник имущества, менеджеры, кредиторы, арендаторы, фондовый рынок, страховые компании, работники самого предприятия и государство.

Классификация целей оценки стоимости бизнеса, формулируемых со стороны субъектов, приведена в табл. 2.3.

Таблица 2.3

Классификация целей оценки стоимости предприятия, формулируемых со стороны субъектов собственности

Цель оценки стоимости бизнеса	Субъект оценки
1	2
Разработка бизнес-плана развития предприятия	Предприятие как юридическое лицо, другие собственники
Обоснование выпуска акций	
Обеспечение экономической безопасности	
Оценка нематериальных активов	
Оценка уровня эффективности менеджмента	
Выбор наиболее эффективного варианта распоряжения соб-	

ответственностью	
Составление объединительных или разделительных балансов при реструктурировании компании	
Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли	
Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия	
Оценка стоимости имущества, вносимого в качестве вклада (взноса) в Уставный капитал действующего или вновь образуемого предприятия	
Переоценка основных средств	
Проверка кредитоспособности заемщика	Кредитные учреждения
Определение размера ссуды, выдаваемой под залог	
Установление страховщиком величины страхового взноса страхователями	Страховые компании
Определение суммы страховых выплат при наступлении страхового случая	
Расчет конъюнктурных характеристик	Фондовые биржи
Проверка обоснованности котировок ценных бумаг	
Проверка экономической целесообразности осуществления инвестиций	Инвесторы
Определение допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в состав инвестиционных проектов	
Подготовка предприятия к приватизации	Государственные органы
Определение облагаемой базы для исчисления различных видов налогов	
Установление объема выручки от принудительной ликвидации компании через процедуру банкротства	
Оценка стоимости компании или стоимости ее активов для предъявления судебным органам общей юрисдикции	
Выкуп в государственную собственность	

В качестве дополнительных целей, во имя реализации которых может производиться оценка стоимости бизнеса, рекомендуются следующие:

- ◆ необходимость привлечения инвестиций для реализации бизнес-проектов с целью увеличения стоимости предприятия;
- ◆ определение инвестиционной привлекательности сегментов рынка, отраслей, регионов.

Таким образом, при формулировании целей оценки стоимости бизнеса необходимо учитывать как объект, так и субъект оценки.

Располагая приведенной выше классификацией можно предложить к использованию адекватные подходы и методы расчета стоимости предприятия в целом или его отдельных частей (например, определенных пакетов акций).

2.3. Формирование инфраструктуры системы оценки стоимости бизнеса на предприятии

С целью создания благоприятных условий для разработки и обеспечения надежного и эффективного функционирования системы управления стоимостью компании предварительно должна быть сформирована ее *инфраструктура*. Необходимость разработки такой инфраструктуры обусловлена тем обстоятельством, что имеющиеся на этот счет в литературе предложения нельзя признать достаточно удачными, так как не все основные элементы в них присутствуют.

Наличие удачно спроектированной инфраструктуры системы УСК может служить благоприятной основой для реализации принципов синергетики. «Синергетика» означает совместное действие, характеризуя согласованность в функционировании отдельных частей системы и поведении последней как единого целого.

Синергетика основана на принципах системности, общности закономерностей развития объектов всех уровней материальной и духовной организации, нелинейности развития, глубиной взаимосвязи Хаоса и порядка (случайности и необходимости) [28].

Инфраструктура системы оценки стоимостью бизнеса в значительной мере обусловлена занимаемым ею местом в общей систем управления компанией (предприятием). Иллюстрацией многочисленных и достаточно сложных связей системы оценки стоимостью бизнеса с другими системами управления компанией приведены на рис. 2.1.

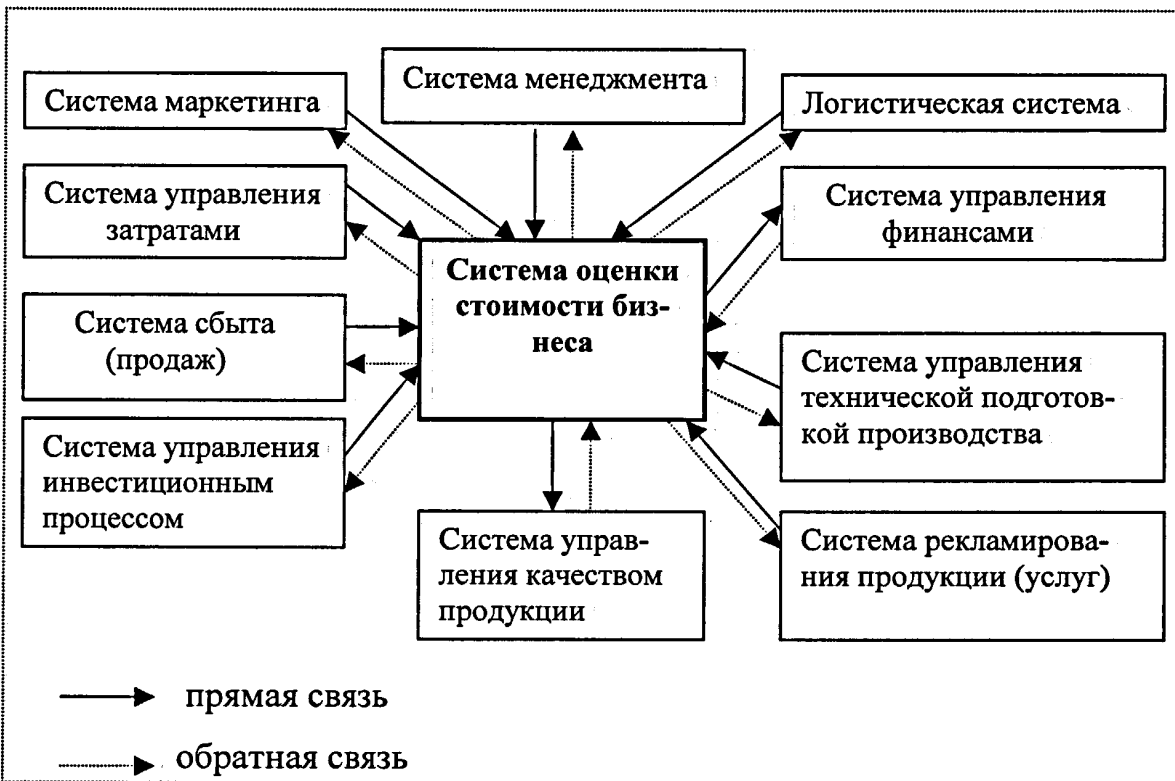


Рис. 2.1. Взаимосвязь системы оценки стоимости бизнеса с другими функциональными системами управления предприятия

Научно обоснованная и эффективно функционирующая система управления стоимостью компании (УСК) предполагает определение состава и разработку главных элементов, образующих ее инфраструктуру. Знание состава элементов, образующих инфраструктуру системы УСК, позволит разработать научно обоснованный стратегический план совершенствования этой системы на основе ее реструктуризации (производственной, инвестиционной или финансовой), конкретизировать основные направления и виды работ, подлежащие выполнению в перспективе.

Помимо разработки внутренних стратегий реструктуризации, появляется возможность оценить влияние экономически целесообразных вариантов внешней реструктуризации (разделение, слияния, поглощения, выделение «центров роста», ликвидация убыточных подразделений и т. д.) с точки зрения приращения стоимости компании.

Кроме того, наличие обоснованной инфраструктуры системы УСК позволит на практике реализовать идеологию системного подхода, которая является необходимой научной основой для достижения максимальной стоимости предприятия.

Основные элементы инфраструктуры системы управления стоимостью компании приведены в систематизированном виде на рис. 2.2.

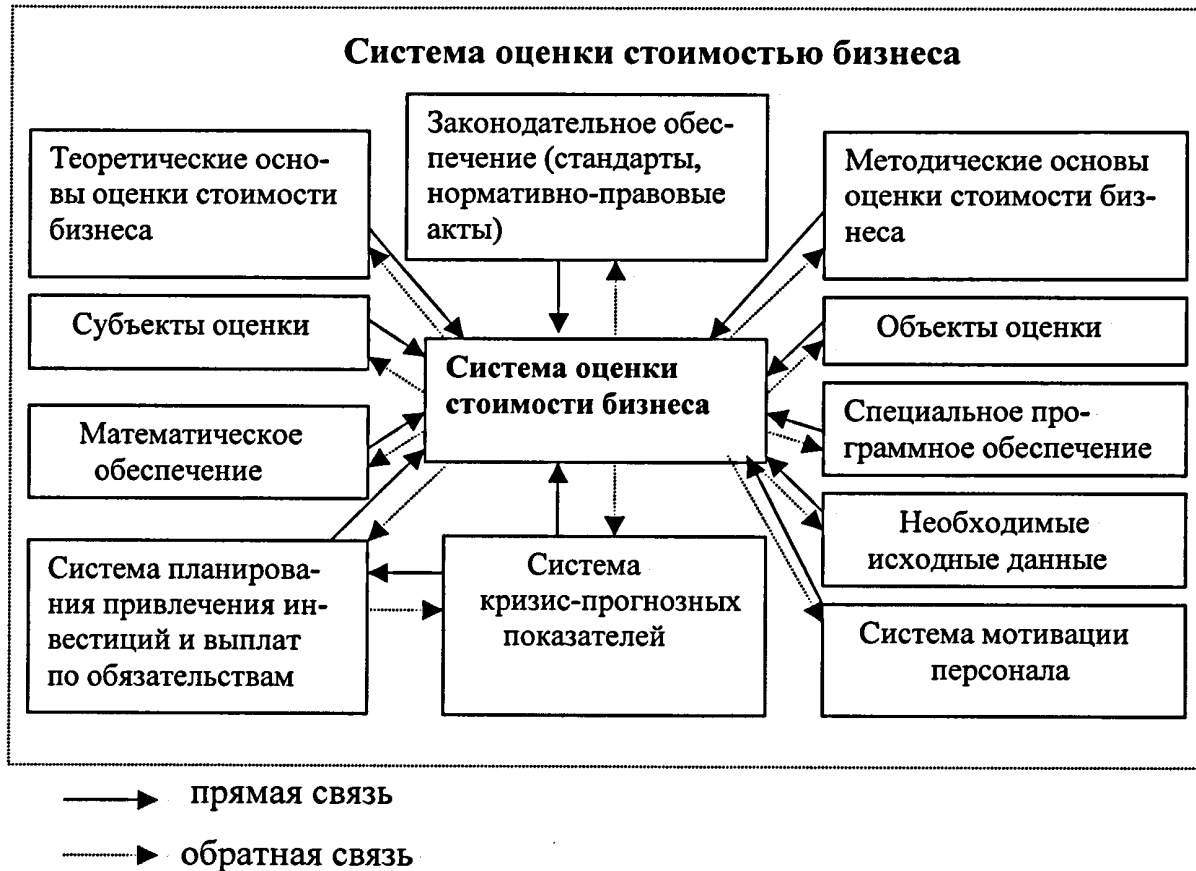


Рис. 2.2. Инфраструктура системы оценки стоимости бизнеса и управления этой системой

Раскроем кратко содержание каждого отдельного элемента, образующего инфраструктуру системы оценки стоимости бизнеса и управления.

Теоретические основы оценки стоимости бизнеса. К наиболее важным компонентам теории относятся:

- обобщение накопленного опыта в данной сфере знания;

- определение или уточнение главных категорий, понятий и терминов;

- формулирование принципов построения проектируемой системы.

Законодательное обеспечение – это комплекс нормативных и правовых актов, регламентирующих процедуры, связанные с оценкой стоимости предприятия (бизнеса) [1–5].

Методические основы оценки стоимости бизнеса. Главными составными частями этого вида обеспечения являются:

- подходы и методы оценки стоимости предприятий (бизнеса);
- методы оценки нематериальных активов (например, интеллектуальной собственности);
- методы определения дисконтной ставки;
- методы оценки дисконтированных денежных потоков (дисконтирование денежного потока для акционеров, дисконтирование до налоговых и посленалоговых денежных потоков, дисконтирование с использованием реальных или номинальных значений денежного потока и др.);
- методы расчета износа имущества (снижение стоимости имущества под действием различных причин);
- методы обоснования выбора весовых коэффициентов, характерных для различных подходов и методов оценки стоимости бизнеса;
- состав основных процедур оценки – это совокупность этапов, приемов, обеспечивающих процесс сбора и анализа данных, проведения расчетов стоимости бизнеса и оформления результатов оценки.

Субъект оценки – это профессиональные оценщики, обладающие специальными знаниями и необходимыми практическими навыками.

Объект оценки – это имущество, предъявляемое к оценке или, иначе, любой объект собственности в совокупности с правами, которыми наделен его владелец. Это может быть компания, предприятие, фирма, банк,

занимающиеся бизнесом, отдельные виды активов как материальные, так и нематериальные.

Математическое обеспечение – это модели и специальные методы, позволяющие получать достоверные исходные данные и результаты расчетов, необходимые для получения обоснованной оценки стоимости предприятия (бизнеса).

- методы прогнозирования, с помощью которых определяются на перспективу различные виды и объемы денежных потоков (выручки от продажи продукции, валовой и чистой прибыли, амортизации, привлекаемых кредитных ресурсов, средств, направляемых на обслуживание кредитов и др.);

- методы многокритериальной (векторной) оптимизации;

- методы прогнозирования уровней инфляции и рисков и способы их расчета и др.

Специальное программное обеспечение – программные средства (типовые и индивидуально разработанные), предназначенное для выполнения системы расчетов по оценке стоимости бизнеса в соответствии с применяемыми моделями и математическими методами.

Система планирования привлечения инвестиций и выплат по обязательствам. Основой функционирования этой системы является разработанный на достаточно отдаленную перспективу (5–10 лет) бизнес-план развития предприятия.

Необходимые исходные данные – весь комплекс необходимой ретроспективной, текущей и перспективной (прогнозной) информации, с помощью которой становится возможным получить в результате достаточно точную оценку стоимости предприятия (бизнеса).

Система кризис-прогнозных показателей. Это комплекс необходимых нормативных значений решающих (ключевых) показателей, с помощью которых становится возможным контролировать и своевременно

предупреждать наступление критической ситуации, которая характеризовала бы наступление катастрофических последствий для существования бизнеса. Этот элемент инфраструктуры управления стоимостью компании остается не разработанным. Решение этой задачи является достаточно сложным и трудоемким делом, что обуславливают необходимость проведения масштабных специальных исследований, которые выходят за рамки данной диссертационной работы.

Система мотивации персонала. Ее суть составляют следующие принципиальные основные положения. Зарботная плата персонала, способного влиять на стоимость бизнеса, разделяется на постоянную и переменную части. Переменная часть заработной платы должна быть тесно связана с показателями, которые прямо влияют на формируемую стоимость бизнеса. Причем по этим решающим (ключевым) показателям должны планироваться на ближайшую перспективу (2–3 года) нормативные их значения. В зависимости от достижения, не достижения или превышения соответствующим менеджером нормативных значений показателей должна предусматриваться выплата или не выплата заранее установленного денежного вознаграждения.

Второй способ мотивации персонала может предусматривать накопление доли бонусов и их выплату при условии достижения целевых заданий по росту стоимости предприятия (бизнеса).

Третий способ мотивации заключается в организации выплаты заработной платы в форме опциона на акции предприятия (компания).

Применительно к оценочной деятельности в России не удалось обнаружить фактов применения подобного рода систем, связанных с мотивацией персонала. Это объясняется недостаточной развитостью рынка недвижимости, а, самое главное, тем обстоятельством, что философия управления стоимостью компании пока еще не стала доминирующей. Между тем, подобные мотивационные системы достаточно широко применя-

ются за рубежом. В качестве примера можно привести немецкую компанию Siemens, американские компании Dow Chemical, Cadbury Schweppes.

2.4. Формулирование этапов оценки стоимости предприятия

В зарубежной и отечественной достаточно представительной литературе по оценке стоимости бизнеса нет общепринятого количества этапов, на протяжении которых должна производиться оценка стоимости предприятия (бизнеса). Количество рекомендуемых этапов колеблется от трех до семи и более, что отражает принятую авторами разную степень их дифференциации. Однако и наименования этапов существенно различаются даже, если рекомендуемое количество совпадает. Приведем две противоположные точки зрения на степень дифференциации подэтапов, содержащихся в каждом из основных этапов. Так, В. Павловец [http://cfin.ru/finalyseis/value_stages.shtml] [40] выделяет три основных этапа:

1) подготовительный этап:

- а) выбор стандарта стоимости и методов оценки;
- б) подготовка информации для проведения оценки;
- в) оценка финансового положения компании;

2) оценочный этап:

- а) выполнение необходимых расчетов в соответствии с избранным методом оценки;

3) заключительный этап:

- а) оценка рисков компании;
- б) корректировка стоимости;
- в) составление отчета об оценке бизнеса.

К основным разделам *отчета об оценке бизнеса* отнесены: введение, макроэкономическая информация, отраслевая информация, описание ком-

пании, описание источников информации, анализ финансово-экономического положения, подходы к оценке и заключение.

Авторы руководства по оценке бизнеса предлагают свои три этапа [63. С. 8]:

1. Предварительное соглашение о проведении оценки и планирование работы.

2. Сбор данных на месте (объекте).

3. Подготовка отчета и сдача работы.

При этом совокупное количество рекомендуемых подэтапов в этом случае надо признать чрезмерно большим. Так, по первому этапу авторы работы [31] предлагают шесть подэтапов, по второму этапу – два подэтапа, а по третьему этапу даже – 13. Из анализа этих предложений относительно количества подэтапов можно заключить, что авторы работы [63] приводят излишне подробное описание содержания работ по каждому из этапов (особенно это характерно третьему этапу). Для профессионального оценщика такая подробная детализация не является необходимой. Между тем В. Павловец [40] формулирует их в достаточно укрупненном виде. Вполне очевидно, что более приемлемый вариант относительно количества этапов и их содержания находится где-то по середине. В то же время заметим, что любой эксперт-оценщик, исходя из накопленного опыта, может придерживаться собственной этапности проведения оценочных работ. Строгих регламентов на этот счет не существует.

Нами предлагается следующий альтернативный вариант этапности работ при выполнении основных процедур, связанных с оценкой стоимости предприятия (бизнеса):

1. Оформление договора на выполнение оценки стоимости бизнеса (если положительное решение о целесообразности такой работы принято).

2. Проведение всестороннего бизнес-анализа ретроспективной и текущей информации о конечных результатах деятельности оцениваемого

объекта, в том числе оценка производственно-сбытового и интеллектуального потенциала компании, а также учет влияния внешних и внутренних факторов.

3. Обоснование выбора состава наиболее целесообразных методов выполнения необходимых расчетов с учетом принятой стратегии развития предприятия (согласно мнению ряда профессиональных оценщиков: «предприятие, которое не имеет стратегии, – это не бизнес, а всего лишь набор активов, отягощенных долговыми обязательствами, и, следовательно, должно оцениваться с использованием имущественного подхода, например, на основе ликвидационной стоимости»).

4. Подготовка необходимой информации для проведения расчетов по каждому из выбранных методов.

5. Выполнение расчетов в соответствии с выбранными методами.

6. Анализ, корректировка, оформление и сдача отчета о результатах расчетов.

Рекомендуемый состав этапов оценки стоимости бизнеса характеризуется необходимой полнотой, степенью укрупнения и достаточно строго выдержанной логической последовательностью выполняемых работ.

Для оценки производственно-сбытового потенциала рекомендуются такие показатели: индекс удовлетворенности клиентов, доля новых продуктов в портфеле производимой и реализуемой продукции, доля затрат на научные исследования и разработки, удельный вес затрат на обучение персонала.

Раскроем состав упомянутых выше внутренних и внешних факторов.

К внутренним факторам относятся:

- наличие ноу-хау, лицензий, уникальных разработок и качественных продуктов;
- наличие эффективных технологий, обеспечивающих снижение затрат и достижение достаточно высокого качества продукции;

- наличие развитых транспортных сетей;
- наличие квалифицированного научного, инженерного и производственного персонала;
- использование эффективной системы автоматизированного управления;
- применение современной системы переподготовки персонала;
- использование эффективной системы мотивации персонала.

К внешним факторам относятся:

- имидж, известность торговой марки, знака;
- доля продукции, которую занимает компания на целевом рынке;
- наличие развитой дистрибьюторской сети;
- устойчивость и надежность связей с поставщиками товаров и услуг.

Рекомендуемый нами состав этапов более полно отвечает логике и соответствует реальной последовательности подлежащих выполнению расчетных работ по оценке стоимости бизнеса, выполняемых профессионалами-оценщиками.

Для реализации этапов и подэтапов работ, связанных с оценкой бизнеса, рекомендуется во всех случаях разрабатывать календарный план их выполнения по типу графика Ганта (чего не делают многие эксперты-оценщики). Это позволит правильно распределить работы между конкретными исполнителями и четко контролировать сроки их выполнения и эффективно использовать необходимые ресурсы.

2.5. Основные принципы формирования системы оценки стоимости бизнеса

Как было отмечено выше, одной из основных компонент науки об оценочной деятельности являются принципы.

На состав и содержание принципов, которыми следует руководствоваться при формировании системы оценки стоимости бизнеса, существуют разные точки зрения.

Так, авторы работы [63] оперируют всего тремя принципами: доходный, рыночный и затратный. Между тем известно, что согласно действующим американским стандартам по оценке бизнеса BVS-I (Терминология), а также официальным отечественным стандартам подобным образом именуется *подходы* (но не принципы).

В различных зарубежных литературных источниках, посвященных рассмотрению теоретических основ оценки стоимости бизнеса, рекомендуется учитывать следующий комплекс взаимосвязанных между собой главных принципов (рис. 2.3).

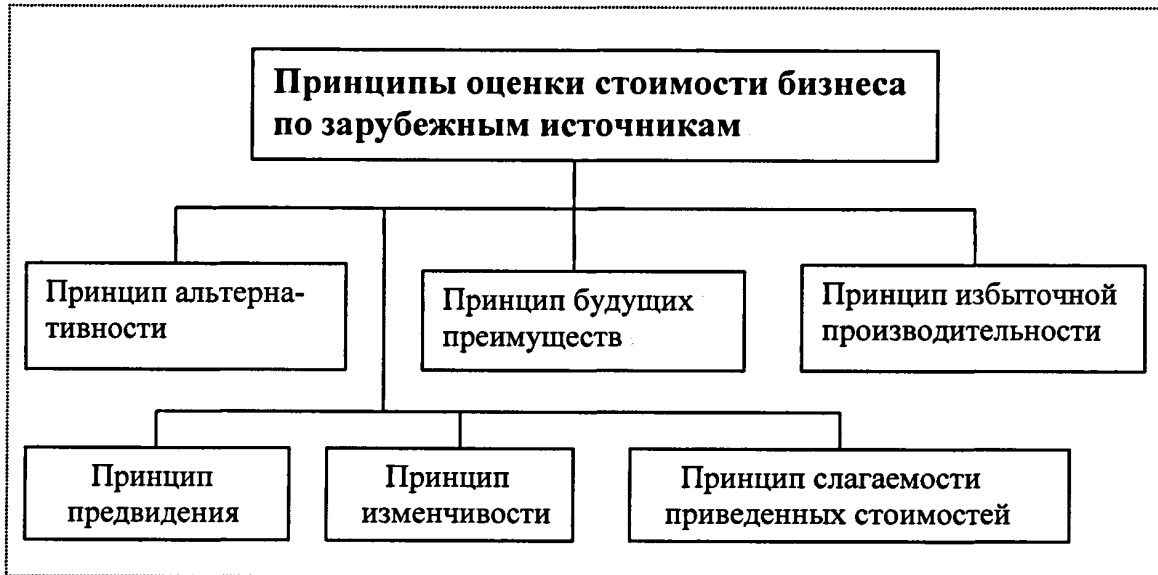


Рис. 2.3. Состав основных принципов оценки стоимости бизнеса по зарубежным литературным источникам

Дадим краткую характеристику приведенным выше принципам оценки бизнеса.

Принцип альтернативности предполагает, что в каждой сделке обе стороны имеют возможность выбирать – владеть предприятием, продать ли его или ликвидировать.

Принцип будущих преимуществ определяет «экономическую цену» как предвидение будущей динамики развития предприятия, будущих экономических преимуществ от владения этим предприятием.

Принцип избыточной производительности позволяет определить чистый доход, остающийся у предприятия после справедливого возмещения производственных факторов «капитал» и «труд»

Принцип предвидения определяет экономическое содержание стоимости как современную (текущую) оценку будущих преимуществ или дохода, т. е. сегодняшняя цена бизнеса является приведенной к настоящему времени оценкой предполагаемых в будущем доходов.

Принцип изменчивости предполагает, что на возможную цену оказывают влияния социальные, экономические, политические и физические силы, постоянное присутствие на фондовом рынке.

Принцип избыточности приведенных стоимостей означает, что общая стоимость предприятия (бизнеса) складывается из суммы приведенных стоимостей разных видов активов [7. С. 159]. Этот принцип реализуется в случае применения для оценки стоимости бизнеса метода оценки стоимости чистых активов, входящего в состав затратного подхода.

Наиболее удачная классификация принципов, рекомендуемых отечественными учеными для оценки стоимости бизнеса, приводится в работе [39]. Авторы выделяют: принципы, основанные на представлениях собственника (владельца бизнеса); принципы, связанные с эксплуатацией собственности; принципы, обусловленные воздействием рыночной среды. Для наглядности перечисленные группы принципов приведены на рис. 2.4–2.6.

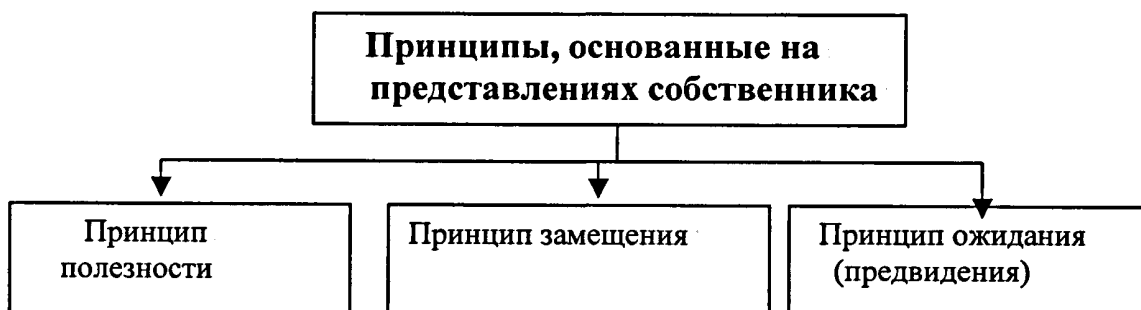


Рис. 2.4. Принципы, основанные на представлениях собственника



Рис. 2.5. Принципы, связанные с эксплуатацией собственности

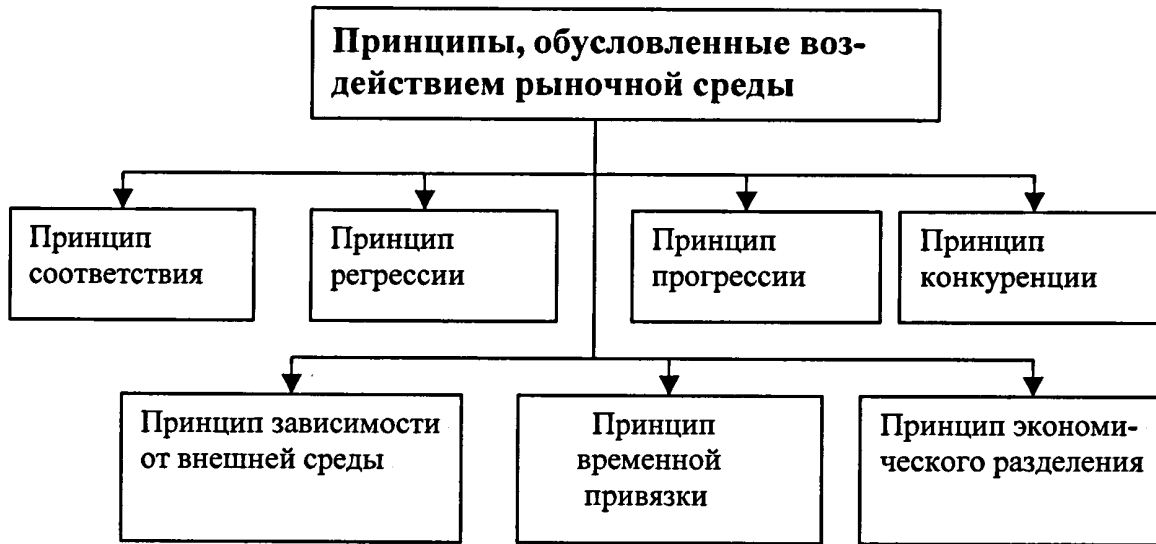


Рис. 2.6. Принципы, обусловленные воздействием рыночной среды

Раскроем кратко содержание каждого из приведенного выше принципа, фигурирующего в соответствующей группе, исходя из необходимости его учета при выборе целесообразных методов оценки стоимости бизнеса.

Группа принципов, основанных на представлениях собственника

Принцип полезности. Суть его состоит в том, что чем в большей мере параметры (основные результирующие экономические и финансовые показатели) данного предприятия удовлетворяют потребности собственника, тем сравнительно выше его стоимость. Объект собственности не может иметь стоимости, если у потенциального покупателя отсутствует намерение приобрести его. Поэтому бизнес получает стоимостную оценку только тогда, когда он обладает *полезностью, определенным набором потребительских свойств*, которые удовлетворяют необходимые желания будущего покупателя или «для реализации определенной экономической функции» [64].

Полезность – это способность объекта собственности приносить приемлемую величину дохода в конкретном месте и в течение определенного периода времени.

Принцип полезности может быть сформулирован кратко следующим образом: максимальная цена предприятия (имущественного комплекса, бизнеса) не должна быть меньше цены, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной стоимостью. При этом должен учитываться уровень риска, имеющий место на замещающихся объектах.

Принцип замещения. Этот принцип основывается на том, что многие объекты собственности могут быть сопоставимыми по способности удовлетворять вполне определенные потребности владельца или обеспечивать приемлемую величину дохода в будущем. В том случае, когда сравниваемые объекты собственности способны в равной мере удовлетворить потребности покупателя, то экономически предпочтительным является объект с более низкой ценой. Иначе говоря, рациональный покупатель не станет платить за собственность больше минимальной цены, взимаемой за другую собственность такой же полезности. Принцип замещения служит научной основой для определения верхнего предела стоимости оцениваемого объекта собственности (имущественного комплекса).

Данный принцип выступает в качестве основы *сравнительного подхода*, так как стоимость объекта собственности имеет привязку к стоимости других подобных объектов собственности. Вместе с тем эта стоимость объекта тяготеет к среднему уровню на рынке.

Принцип ожидания (предвидения). Он заключается в учете при осуществлении сделок купли-продажи объектов собственности дисконтированных доходов (или, иначе, текущей стоимости будущих доходов), которые могут быть получены от эксплуатации этого объекта (предприятия). Этот принцип служит научной основой для применения *доходного подхода*.

Группа принципов, связанных с эксплуатацией собственности

Все они связаны с представлениями субъектов собственности о ценности данного предприятия.

Конечные экономические и финансовые результаты деятельности любого предприятия непосредственно связаны с эффективностью использования основных факторов производства: земли, труда, капитала и менеджмента. Для определения цены предприятия необходимо знать вклад каждого фактора в формирование денежного потока и соответственно стоимости бизнеса. В этой связи необходимо учитывать при проведении оценки стоимости предприятия **принцип вклада**.

Принцип вклада. Его смысл сводится к следующему: дополнительное привлечение любого фактора производства (земли, труда, капитала, менеджмента, предпринимательства) следует считать экономически целесообразным, если прирост стоимости предприятия (объекта собственности) значительно превышает затраты на его приобретение. Привлечение некоторых факторов производства может увеличить стоимость имущественного комплекса на большую величину, чем понесенные затраты, а некоторые – уменьшают. Например, если наружная отделка здания улучшает его вид, но не соответствует действующим стандартам, то стоимость его может снизиться.

Этот принцип является основополагающим для *затратного подхода*.

Принцип остаточной продуктивности. Он обуславливает необходимость проведения комплексной оценки, учитывающей влияние всех факторов производства на величину стоимости предприятия (объекта собственности). Остаточная продуктивность, к примеру, может быть результатом того, что земля дает возможность пользователю получать максимальные доходы или минимизировать затраты. Соответственно предприятие будет оценено выше, если земельный участок способен обеспечить более высокий доход или если его удачное расположение позволяет уменьшить затраты, например, по сбыту продукции до возможного минимума. Остаточная продуктивность земельного участка определяется как

чистый доход, получаемый после оплаты расходов на менеджмент, рабочую силу и эксплуатацию основных средств.

Факторы производства должны оцениваться с учетом периода их воспроизводства, а также места в обороте капитала. Наличие на предприятии устаревшего производственного оборудования обусловит необходимость полной его замены, что потребует расходов на демонтаж старого и монтаж нового оборудования. Эти затраты должны учитываться при оценке стоимости предприятия.

Изменение того или иного фактора производства может привести к увеличению или уменьшению стоимости предприятия. Из этого тезиса вытекает следующий принцип.

Принцип предельной производительности. Смысл его заключается в том, что по мере добавления какого-либо ресурса к имеющимся факторам производства наблюдается тенденция роста стоимости предприятия значительно быстрее, чем возрастают затраты. Однако после достижения определенного уровня расходов стоимость предприятия хотя и растет, но существенно более медленными темпами. Это замедление может происходить до тех пор, пока прирост стоимости предприятия не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы.

Привлечение дополнительных ресурсов в производственную систему должно осуществляться в строгой пропорции. Это обстоятельство обуславливает необходимость соблюдения принципа сбалансированности.

Принцип сбалансированности (пропорциональности). Суть его состоит в том, что максимизация дохода от деятельности предприятия и соответственно его стоимости может быть достигнута или сохранена только при оптимальном сочетании (сбалансированности) необходимых для производства продукции (оказания услуг) основных факторов производства (труда, земли, капитала, менеджмента).

Одним из возможных способов проявления данного принципа является степень соответствия размеров предприятия потребностям рынка. Так, если предприятие является чрезмерно большим (производит продукции больше, чем величина спроса на нее), то его эффективность может падать.

Группа принципов, обусловленных воздействием рыночной среды

Главным фактором на рынке продаваемых предприятий, влияющим на их цену, является соотношение спроса и предложения (т. е. конъюнктура рынка). При равновесном состоянии спроса и предложений цены остаются достаточно стабильными.

Если рынок предлагает весьма ограниченное количество прибыльно работающих предприятий, то цены на них будут достаточно высокими. В том случае, когда на рынке имеет место большое количество предприятий банкротов, то цены на них будут сравнительно низкими. Такое состояние рынка недвижимости обусловлено необходимостью учета **принципа соответствия**.

Принцип соответствия. Согласно этому принципу все предприятия, не соответствующие требованиям рынка по оснащенности производственным оборудованием, применяемым технологиям, уровню менеджмента, информационной обеспеченности и доходности, будут оценены ниже среднего.

Известны следующие закономерности в рыночной экономике:

- если спрос неизменен, а предложение растет, то цены уменьшаются;
- если спрос неизменен, а предложение уменьшается, то цены увеличиваются;
- если предложение неизменно, а спрос имеет тенденцию расти, то цены растут;

- если предложение неизменно, а спрос сокращается, то цены уменьшаются.

Цены остаются постоянными в том случае, если между спросом и предложением на рынке установилось необходимое равновесие. От соотношения спроса и предложения непосредственно зависит цена.

С этим принципом связаны принципы регрессии и прогрессии.

Принцип регрессии. Суть его состоит в нецелесообразности проведения на предприятии излишних технико-технологических и иных улучшений в данных рыночных условий. Рыночная цена такого предприятия, вероятнее всего не будет адекватно отражать его реальную стоимость, так как будет ниже реальных затрат на его создание.

Принцип прогрессии. Он отражает ситуацию, когда в результате присутствия на рынке готового бизнеса ряда предприятий с достаточно высокими конечными экономическими и финансовыми показателями, отражающими результаты их деятельности, то и рыночная цена выставленного на продажу предприятия с менее привлекательными потребительскими свойствами (меньшей полезностью) может оказаться выше его стоимости.

Принцип конкуренции. Суть его заключается в том, что в случае превышения объемом получаемой прибыли понесенных затрат, связанных с привлечением необходимых факторов производства, обостряется конкуренция на рынке готового бизнеса. Следствием этой конкуренции является снижение среднего уровня доходов. Цена предлагаемого на рынок готового бизнеса определяется во многом уровнем конкуренции. Конкуренция на рынке готового бизнеса возникает среди покупателей, продавцов, арендаторов и арендодателей, которые заключают между собой сделки купли-продажи имущества или арендный договор. Каждый объект собственности конкурирует с другими объектами, имеющими функционально аналогичное назначение или обеспечивающими примерно такие же экономические

выгоды. Этот принцип не распространяется на предприятия монополисты – естественные монополии.

На стоимость бизнеса оказывают воздействие не только внутренние факторы, но и внешние. Поэтому нужно учитывать принцип зависимости от внешней среды.

Принцип зависимости от внешней среды. Оценка стоимости бизнеса должна осуществляться с учетом изменения политических, экономических и социальных факторов как внутри страны, так и за рубежом.

Стоимость предприятия вследствие изменения конъюнктуры рынка готового бизнеса не остается постоянной во времени. Поэтому необходимо учитывать принцип временной привязки.

Принцип временной привязки. Оценка стоимости предприятия должна производиться по состоянию на определенный момент времени (на определенную дату). Это обусловлено как оперативными изменениями, происходящими на каждом предприятии, так и непостоянством конъюнктуры рынка недвижимости.

Принцип экономического разделения. Смысл его гласит: имущественные права следует разделять или соединять таким образом, чтобы в итоге увеличить общую стоимость объекта.

Для придания традиционно декларируемым принципам оценки стоимости бизнеса системности и необходимой завершенности предлагается дополнить их новыми принципами (рис. 2.7). Эти принципы являются необходимой научной основой для принятия окончательного решения в отношении состава подлежащих применению целесообразных методов оценки стоимости бизнеса и получения итоговых результатов расчетов.

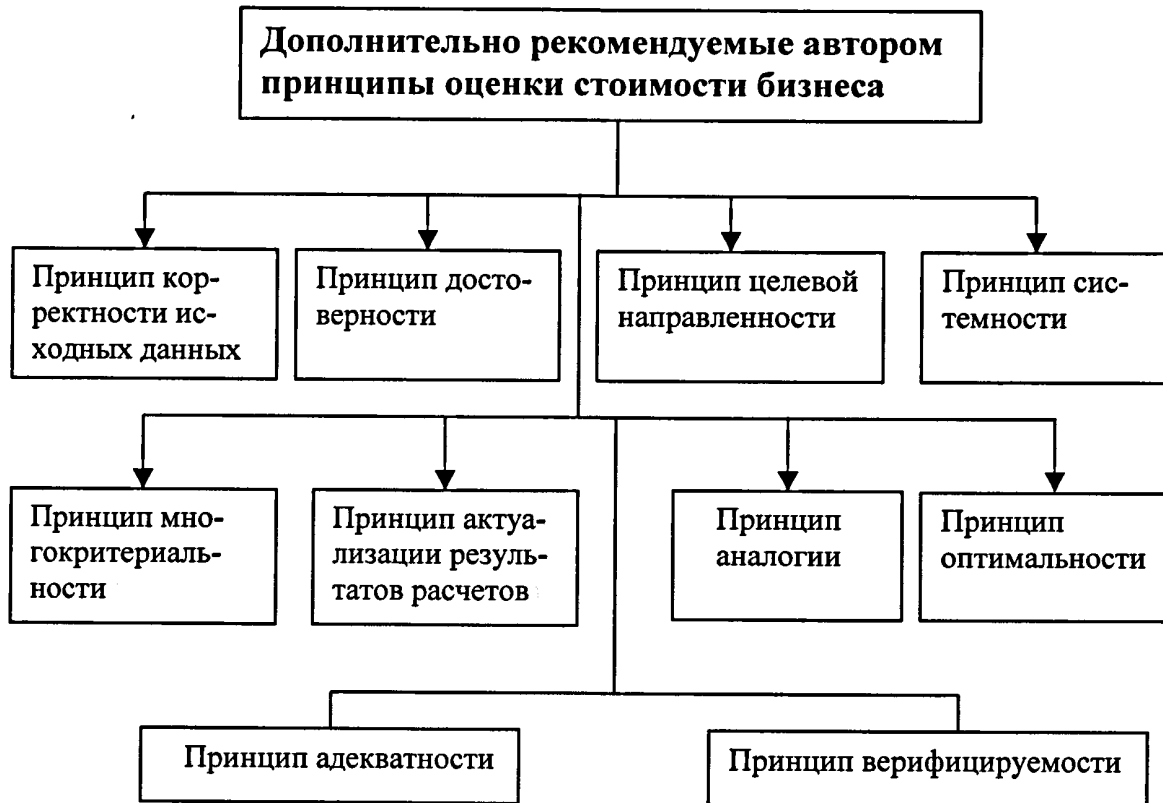


Рис. 2.7. Дополнительно рекомендуемые принципы оценки стоимости бизнеса

Дадим краткую характеристику перечисленным выше принципам.

Принцип корректности исходных данных. Его применение связано с использованием в процессе оценке стоимости бизнеса рыночного метода, который базируется на сравнении соответствующей информации, которая накоплена в данной отрасли по компаниям-аналогам. Этот принцип обуславливает необходимость учета особенностей и проведение соответствующей корректировки исходных данных в процессе оценочных расчетов по предполагаемому к продаже объекту собственности на основе накопленной ретроспективных статистических отраслевых данных.

Принцип достоверности означает, что подлежащие использованию в расчетах исходные данные по оцениваемым объектам собственности должны характеризоваться приемлемой степенью точности. Денежные по-

токи прогнозного и постпрогнозного периодов должны определяться с использованием методов прогнозирования, а не исходя из субъективных представлений.

Принцип целевой направленности предполагает необходимость применения при проведении оценочных расчетов таких методов (подходов), которые обеспечивали бы достижение главной цели, во имя достижение которой предполагается проводить оценку стоимости бизнеса.

Принцип системности обуславливает необходимость построения системы оценки стоимости бизнеса в тесном единстве и взаимообусловленности всех ее элементов (жизненного цикла бизнеса, приемлемой точности необходимых для расчетов исходных данных и т.д.).

Принцип многокритериальности обуславливает целесообразность использования многокритериального подхода при выборе наилучшего результата решения по оценке стоимости бизнеса в случае выполнения расчетов с помощью различных методов, проводимых по одним и тем же исходным данным.

Принцип актуализации результатов расчетов предполагает необходимость внесения соответствующих коррективов в расчеты, связанные с оценкой бизнеса, в случае появления новых статистических данных по рассматриваемому объекту собственности. Благодаря учету этого принципа создаются благоприятные условия для повышения точности расчетов, отражающих стоимостную оценку бизнеса.

Принцип аналогии (греч. – «соответствие», «сходство») означает, что знание, полученное по какому-либо объекту собственности (какой-то модели) или статистическая ретроспективная информация об объектах примерно одинаковой природы (одинаковых параметров), переносится на другой менее изученный объект с учетом особенностей последнего.

Принцип оптимальности. Из альтернативных вариантов оценки стоимости бизнеса должен выбираться такой вариант, при котором воз-

можно наиболее полная реализация функциональных возможностей имущественного комплекса. Причем альтернативные варианты должны получаться при единовременном применении к оценке объекта собственности различных методов расчетов и последующего их агрегирования с помощью коэффициентов важности. С целью повышения достоверности оценок вместо субъективно устанавливаемых коэффициентов важности могут использоваться соответствующие *коэффициенты чувствительности*, получаемые на основе сбора и обработки статистической ретроспективной информации. Следствием применения оптимального варианта будет являться в дальнейшем достижение наивысшей стоимости объекта (бизнеса). Этот принцип лежит в основе реализации конечной цели, которая обычно декларируется в рамках системы управления стоимостью компании.

Принцип адекватности характеризует не только необходимость организации процесса сбора достоверной ретроспективной и текущей статистической информации на постоянной основе, но и выявление устойчивых тенденций в развитии отраслей и производств.

Принцип верифицируемости – предполагает необходимость определения степени достоверности и обоснованности получаемых результатов расчетов.

Изложенные выше принципы можно признать универсальными. Они могут быть применимы ко всем видам готового бизнеса. При этом их содержание может меняться в зависимости от параметров исследуемого объекта собственности и условий его функционирования.

2.6. Разработка иерархической системы взаимосвязей основных ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса

Для обеспечения эффективного управления стоимостью бизнеса в компаниях необходимо иметь четкое представление о составе тех показателей (факторах), которые должны являться предметом постоянного рассмотрения (наблюдения) или исследования. Все многообразие основных ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса можно разделить на две группы с равным числом показателей (по наименованию), но различающихся по способу исчисления и представления. Если показатели первой группы рассчитываются как абсолютные значения относительно фиксированного периода времени (квартал, полугодие, год), то показатели второй группы, являясь темповыми, должны отражать динамику изменения тех же показателей, но на протяжении достаточно длительного периода времени (например, на протяжении 2–5 лет).

Наличие измеренных в абсолютных оценках и темповых значений ключевых показателей по данной компании позволит сравнивать их с аналогичными показателями у компаний конкурентов. После выявления слабых сторон деятельности рассматриваемой компании можно сосредоточить разного вида ресурсов на преодоление отставания по соответствующим ключевым показателям (факторам) стоимости бизнеса.

Иерархия взаимосвязи долгосрочных ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса приведена на рис. 2.8.

Дадим краткую характеристику некоторым показателям, приведенным на рис. 2.8 и нуждающимся в комментариях.

Показатель прибыли в расчете на одну акцию определяется путем деления чистой прибыли на количество обращающихся на фондовом рынке акций.

Активы компании – это основной капитал, представленный в виде стоимости зданий, сооружений, производственного оборудования, включенных в баланс предприятия.

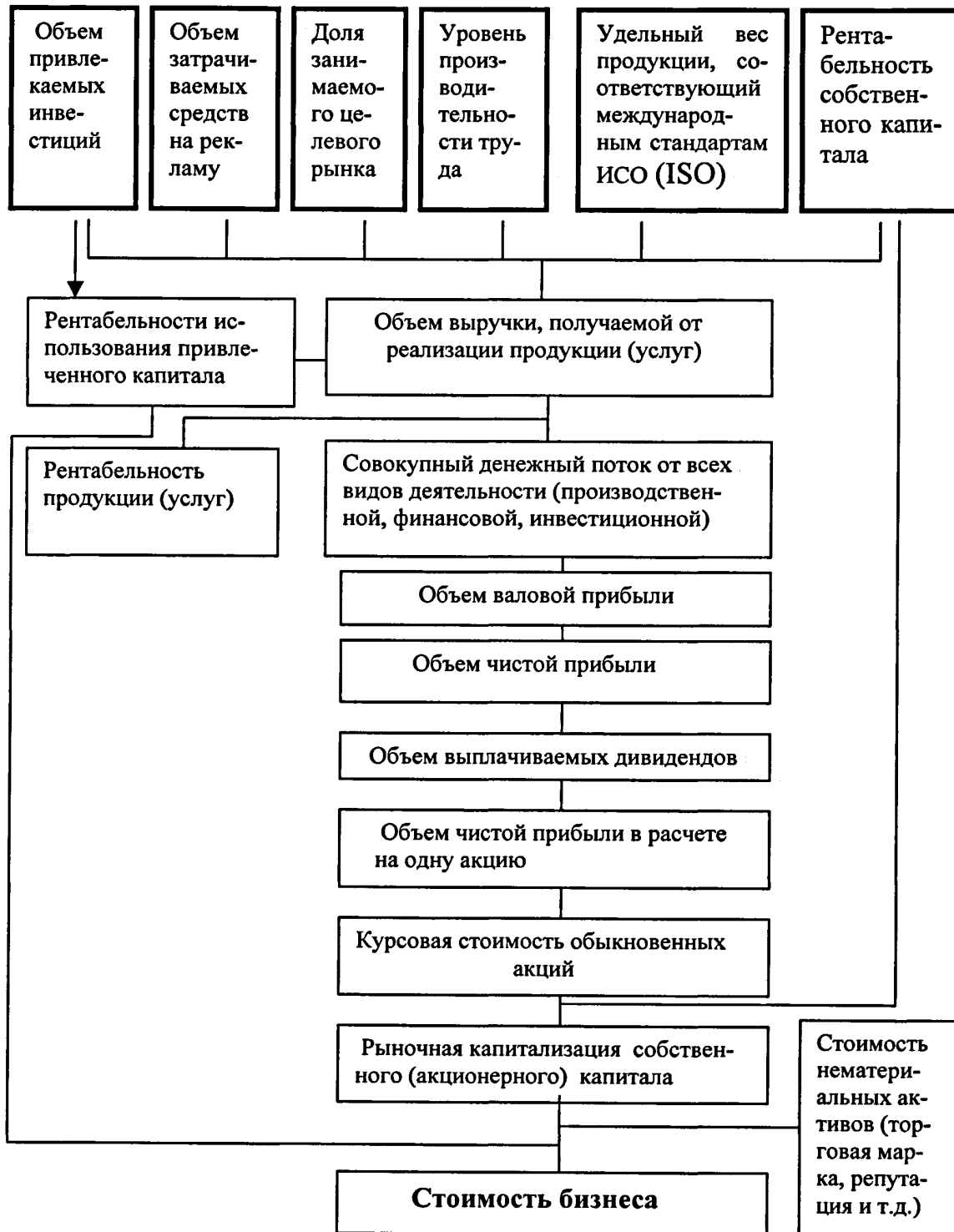


Рис. 2.8. Система иерархических взаимосвязей долгосрочных основных ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса

Рентабельность собственного (акционерного) капитала определяется делением объема чистой прибыли компании на стоимость собственного капитала. Оно отражает, насколько эффективно предприятие зарабатывает деньги для своих акционеров, пользуясь теми денежными средствами, которые они вложили в дело.

Рентабельность собственного капитала зависит от ряда других факторов. Во-первых, на нее влияет эффективность использования активов с целью обеспечения продаж. Эту эффективность часто оценивают с помощью *коэффициента оборачиваемости активов*. Этот коэффициент рассчитывается делением общей величины выручки от реализации продукции (услуг) на балансовую стоимость совокупных активов. Во-вторых, рентабельность собственного капитала характеризует эффективность, с которой объем продаж преобразуется в чистую прибыль. Иначе говоря, она отражает *рентабельность реализуемой продукции*. В-третьих, рентабельность собственного капитала зависит от степени использования финансового рычага (или, иначе, от долговой нагрузки, кредитного рычага). *Финансовый рычаг* определяется как отношение величины заемного капитала (долга) к балансовой стоимости собственного капитала. По мере роста этого соотношения то же самое происходит и с объемом прибыли, которая после уплаты процентов по долгу может быть возвращена владельцам акций. Следовательно, обязательства (долг) непосредственно способствует увеличению доходов акционеров. Однако это происходит до тех пор, пока компания своевременно осуществляет платы по процентам за заемный капитал. Если перемножить три выше упомянутых показателя (рентабельность реализации продукции, коэффициент оборачиваемости активов, финансовый рычаг), то в итоге получим рентабельность собственного (акционерного) капитала ($P_{ск}$).

$$P_{ск} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Собственный капитал}} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Объем продаж}} \times \frac{\text{Объем продаж}}{\text{Активы}} \times \frac{\text{Активы}}{\text{Собственный капитал}}$$

Приведенное выше произведение именуется формулой Дюпона [52]. Эта формула позволяет определить не только непосредственно уровень рентабельности собственного (акционерного) капитала предприятия, но и понять, за счет чего этот уровень достигнут.

Производительность труда определяется как отношение объема произведенной продукции за определенный период времени на среднесписочное количество работников за тот же период времени.

Показатель, отражающий удельный вес продукции, соответствующий международным стандартам ИСО 9000, ИСО 9001 или ИСО 9002, является характеристикой совокупного качества выпускаемой предприятием продукции. От удельного веса такой продукции зависят и объем продаж, и формируемый имидж предприятия, и курсовая стоимость акций на фондовом рынке.

Рыночная капитализация собственного (акционерного) капитала – это произведение количества акций, обращающихся (котирующихся) на фондовом рынке, на среднюю курсовую цену одной акции.

Знание иерархической взаимосвязи ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса, приведенных на рис. 2.8, необходимо для эффективного управления стоимостью компанией. Эти показатели могут служить основой для глубокого и всестороннего изучения источников получения *текущей стоимости* предприятия.

Особо отметим, что наибольший практический интерес представляет оценка числовых значений указанных показателей в динамике по контролируемым периодам. Иначе говоря, абсолютные значения ключевых факторов стоимости бизнеса, должны одновременно сопровождаться темпами

их изменения во времени. Только на основе получаемой информации о темпах изменения ключевых факторов стоимости бизнеса собственных и у конкурентов можно принять правильные управленческие решения по увеличению стоимости компании, а также оценить реальное положение дел.

Выводы

На основании проведенного диссертационного исследования сформулированы выводы и получены следующие научные результаты.

1. Принятие высшим руководством компании в качестве главной (доминирующей) цели – максимизацию ее стоимости, достижение которой планируется осуществлять на систематической основе, обеспечит в итоге наиболее благоприятные условия для долговременного и надежного присутствия ее на рынке. Поэтому глобальным, интегрированным и наилучшим конечным показателем оценки эффективности функционирования любого предприятия (любой компании) следует считать показатель стоимости бизнеса.

2. Одной из главных стратегических целей деятельности предприятия является создание такой системы управления стоимостью предприятия (компании), которая обеспечивала бы ее максимизацию на постоянной основе.

3. Уточнены некоторые основные категории и понятия, применяемые в системе управления стоимостью бизнеса.

4. Проведена классификация субъектов и объектов оценки бизнеса, которая отличается от ранее известных по литературным источникам достаточно полностью.

5. Приведена классификация по различным признакам возможных целей оценки стоимости предприятия, служащих отправным моментом при выборе методов расчета стоимостной оценки бизнеса.

6. Отражено центральное место системы управления стоимостью компании в общей системе управления.

7. Разработана инфраструктура системы управления стоимостью компании, отличительными признаками которой является присутствие новых элементов.

8. Обоснован наиболее целесообразный состав основных этапов оценки стоимости компании (предприятия).

9. Сформулированы в дополнение к ранее известным принципам, изложенным в специальной литературе, дополнительные принципы формирования системы оценки стоимости компании (бизнеса). Благодаря более полному учету комплекса принципов повышается уровень научной обоснованности формируемой системы оценки стоимости бизнеса.

10. Предложены способы мотивации персонала за достижение более высоких показателей роста стоимости компании.

11. Разработана система взаимосвязи долгосрочных ключевых показателей (факторов) стоимости бизнеса (рассчитываемых как абсолютные, так и темповые), что является необходимой научной основой для обеспечения эффективного управления стоимостью компании.

Глава 3. Разработка методических основ по оценке стоимости бизнеса

3.1. Разработка алгоритма обоснования выбора наиболее целесообразного метода оценки стоимости бизнеса

На основе информации, содержащейся в многочисленных зарубежных и отечественных литературных источниках по проблеме оценки стоимости бизнеса [6–65; 69–87], нами были выявлены и систематизированы основные ключевые факторы-условия, при учете которых становится возможным определить наиболее целесообразный метод оценки стоимости предприятия для конкретной ситуации. Обоснование выбора наиболее подходящего метода оценки стоимости бизнеса рекомендуется осуществлять в два этапа: предварительный и окончательный. На первом предварительном этапе необходимо использовать разработанный нами укрупненный алгоритм выбора метода оценки применительно некоторым типовым ситуациям (рис. 3.1).

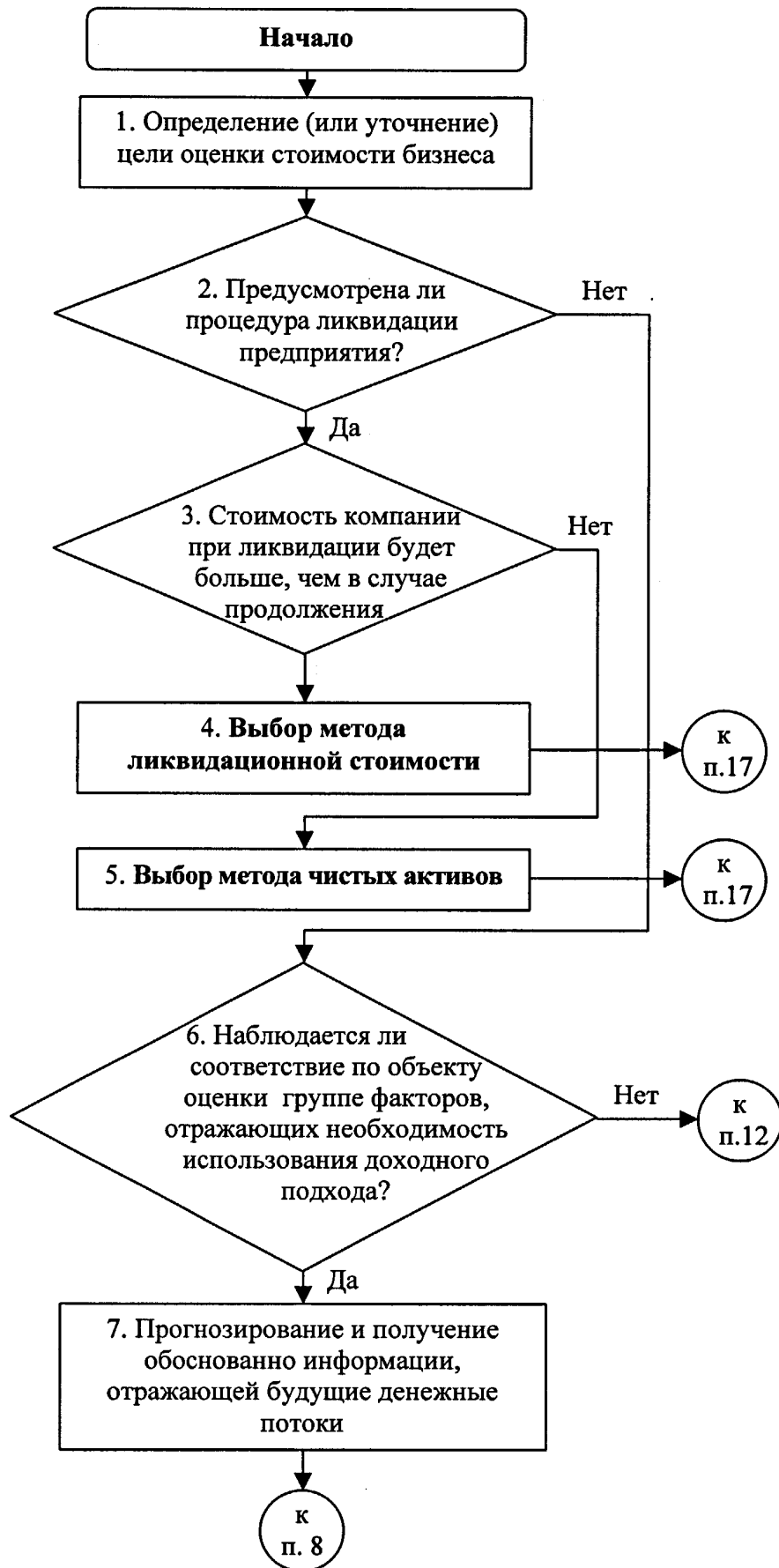
Вполне очевидно, что разработать всеобъемлющий алгоритм, который позволял бы принимать окончательные решения по выбору наиболее приемлемых методов (частный случай – одного метода) оценки, не представляется практически возможным. Дело в том, что эксперт-оценщик в своей работе сталкивается с весьма большим количеством как с формализуемых, так и не формализуемых факторов (ситуаций), касающихся как внутренних условий функционирования данного объекта оценки, так и внешних. Более того, каждый объект оценки характеризуется многочисленными организационными, экономическими, инвестиционными и иными особенностями, которые также, зачастую, невозможно формализовать. По этой причине необходимым является второй этап, на котором эти не фор-

мализуемые факторы (ситуации) и многочисленные особенности объекта оценки представлялось бы возможным учесть. При этом на этом втором этапе обоснования целесообразно наиболее полно учитывать сформулированную нами дополнительную группу принципов, подлежащих учету в процессе оценки стоимости бизнеса.

Будем полагать удачным следующее определение понятия фактора.

«**Фактор** – момент, существенное обстоятельство в каком-либо процессе, явлении» [37].

Приведенное определение понятия фактора достаточно хорошо согласуется с понятием параметра (показателя) системы, которое является более узким по отношению к фактору.



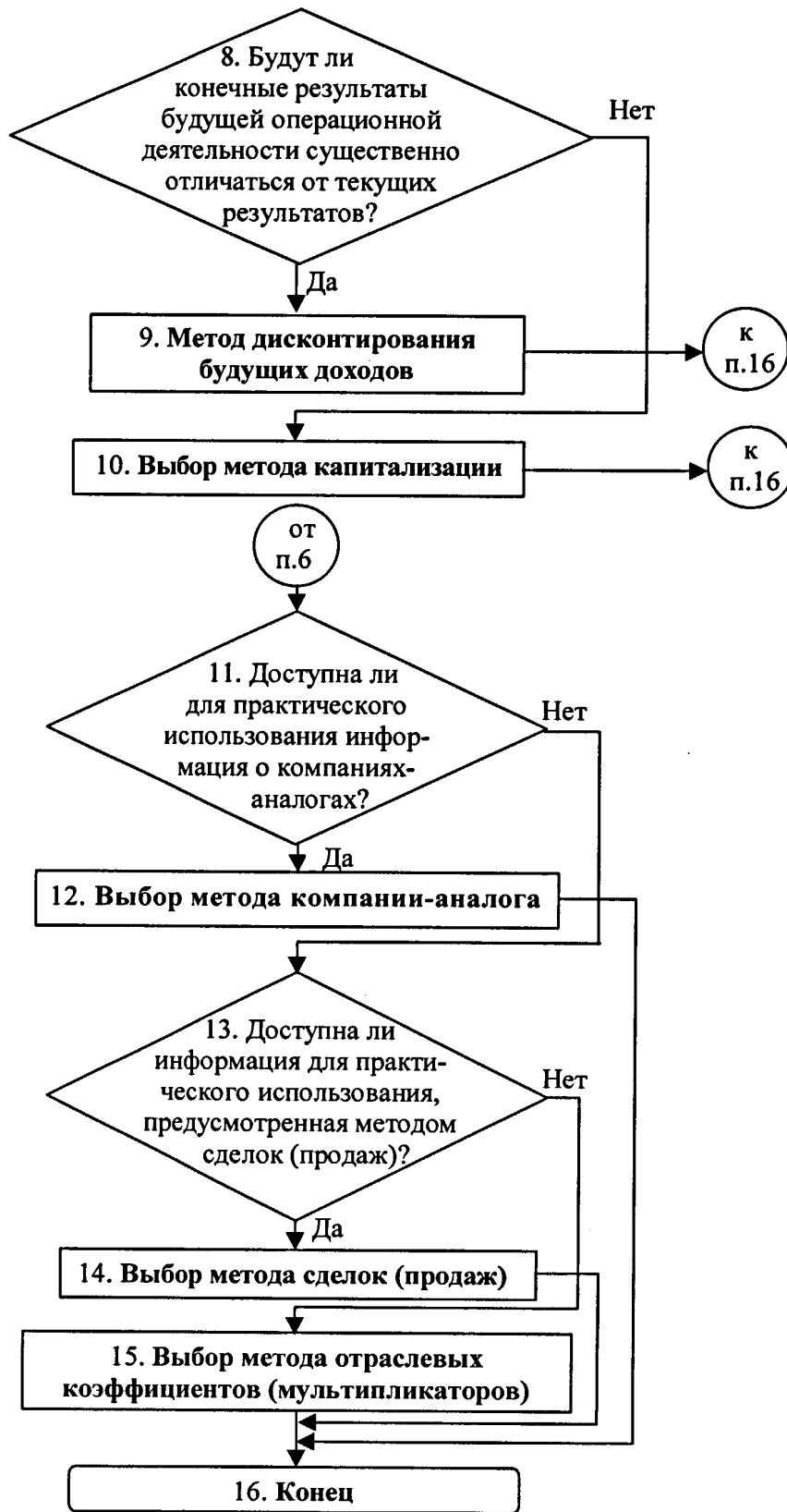


Рис. 3.1. Укрупненный алгоритм обоснования выбора наиболее целесообразного метода оценки стоимости бизнеса

После предварительного установления на первом этапе целесообразного метода (целесообразных методов) оценки переходят ко второму заключительному этапу. На этом этапе принимается окончательное решение о подлежащем к использованию метода (или нескольких методов) оценки стоимости бизнеса. Экспертом-оценщиком в этом случае выполняется аналитическая работа, связанная с проверкой на соответствие выбранного метода (методов) тем основным (главным) факторам, которые определяют благоприятные (необходимые, целесообразные) условия его применения. Если выбранный на первом этапе метод (выбранные методы) оценки бизнеса не противоречит тем основным факторам (условиям), которые характерны именно для этого метода (этих методов), то решение, полученное на первом этапе, остается в силе. Если необходимого соответствия не обнаруживается, то посредством анализа других групп факторов экспертом-оценщиком в итоге выявляется наиболее целесообразный метод (целесообразные методы) оценки стоимости бизнеса. В систематизированном виде состав факторов, обуславливающих обоснованность применения того или иного метода, приведен в табл. 3.1.

Таблица 3.1

Факторы, подлежащие учету при обосновании выбора целесообразного метода оценки стоимости бизнеса

Метод оценки	Факторы, обуславливающие выбор метода оценки
Стоимость чистых активов	Компания является функционирующей
	Компания недавно образована, у нее нет сколько-либо полной информации о денежных потоках или они не могут быть достоверно определены
	Наличие сравнительно слабых административных барьеров для входа нового бизнеса в данную отрасль, в которой работает компания (регистрация, лицензирование, разрешения, стандартизация и сертификация, маркирование и др.)
	Компания владеет значительными по объему материальными активами, а нематериальные активы незначительны по объему
	Компания не имела в прошлом достаточно устойчивых доходов или имела неустойчивое соотношение прибыль/поток денежных средств
	Финансовый баланс отражает все материальные активы компании
	Оцениваемая доля собственности является контролируемой (мажоритарной) для компании
	Значительная часть активов компании состоит из ликвидных активов или объектов инвестиций
	Бизнес сильно зависит от контрактных предложений, нет устойчивого и постоянного рынка сбыта
	Компания получает весьма мало или вовсе не получает дополнительной стоимости от труда и нематериальных активов
	Наличие контрольного пакета акций в руках собственника
Ликвидационная стоимость	Ликвидационная стоимость является приемлемым определением стоимости оцениваемой компании
	Оцениваемая доля собственности является контрольной (мажоритарной) для компании
	Компания находится в состоянии банкротства или близко к этому состоянию
	Текущие и прогнозируемые потоки денежных средств слишком малы по сравнению с ее чистыми активами
	Компания может оказаться более ценной после осуществления процедуры банкротства, чем в случае продолжения функционирования (в частности, это может быть тогда, когда объем обязательств компании-банкрота превышает стоимость ее активов)

Продолжение табл. 3.1

1	2
Капитализация доходов	Компания является действующей
	Прибыльность компании существенно влияет на представление относительно ее стоимости
	Имеется достаточная по объему и достоверная информация относительно будущих и текущих конечных экономических результатов деятельности
	Ожидаемые темпы роста конечных экономических результатов достаточно умеренные и предсказуемые
	Показатели прибыли имеют устойчивую положительную тенденцию
	При оценке контрольной (мажоритарно) доли капитала доходы владельцев собственности могут быть оценены с достаточной достоверностью
	Стоимость нематериальных активов значительна
	Прибыль может быть признана более удобным индикатором стоимости бизнеса, чем поток денежных средств
Метод дисконтирования будущих денежных доходов	Компания является действующей
	Будущий чистый поток денежных средств может быть определен (спрогнозирован) достаточно точно
	Отношение прибыли к потоку денежных средств существенно сказывается на стоимости компании
	Активы компании преимущественно составляют такие активы, как станки, машины, агрегаты, т. е. производственное оборудование
	Текущие потоки денежных средств существенно отличаются от возможного в будущем потока денежных средств
	Чистый поток денежных средств, относящийся к <i>последнему году прогнозного периода</i> , будет положительным
	Чистый поток денежных средств <i>на протяжении всего прогнозного периода</i> не будет отрицательным
	При оценке контрольной (мажоритарной) доли капитала доходы владельцев могут быть определены с достаточно высокой достоверностью
	Компания производит такие товары и оказывает услуги, которые свидетельствуют о наличии нематериальной стоимости
	Существуют достаточно серьезные барьеры для вхождения в данную отрасль (например, из-за большого объема стартового капитала)
	Компания является потенциальным приобретением других собственников

Продолжение табл. 3.1

1	2
Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, получаемые по компаниям-аналогам для последующего сравнения	Имеется достаточное количество компаний-аналогов или сделок на целевом рынке, позволяющих определить значение оценочного мультипликатора
	Если в качестве компаний-аналогов выступают компании открытого типа, то возможно получение адекватных, надежных сравнительных данных для выполнения сравнительного анализа и необходимых корректировок
	Если используются достаточно представительные данные по сделкам (транзакциям), то возможно получение адекватных, надежных сравнительных данных для выполнения сравнительного анализа и необходимых корректировок
	Оценка предназначена для целей налогообложения по фактам дарения, наследования и т. д.
	Предполагается превращение оцениваемой компании в компанию открытого типа
Метод избыточных прибылей	Стоимость компании непосредственно выводится из потока ее прибылей
	Компания отличается достаточной стабильностью доходов в ретроспективе
	Имеется надежная информация относительно будущих нормальных прибылей
	Прибыль оцениваемой компании является положительной
	По текущей прибыли можно достоверно спрогнозировать будущие доходы
	Ожидаемые темпы роста прибыли умеренные и прогнозируемы
	При оценке контрольной (мажоритарной) доли капитала доходы владельца могут быть с достаточной достоверностью
	Оцениваемый бизнес относится к малым предприятиям или к индивидуально-трудовой деятельности
Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, получаемые по компаниям-аналогам для последующего сравнения	Имеется достаточное количество компаний-аналогов или сделок на целевом рынке, позволяющих определить значение оценочного мультипликатора

1	2
<p>Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, получаемые по компаниям-аналогам для последующего сравнения</p> <p>Цена/прибыль</p> <p>Цена/валовой поток денежных средств</p>	<p>Имеется достаточное количество компаний-аналогов или сделок на целевом рынке, позволяющих определить значение оценочного мультипликатора</p>
	<p>Если в качестве компаний-аналогов выступают компании открытого типа, то возможно получение адекватных, надежных сравнительных данных для выполнения сравнительного анализа и необходимых корректировок</p>
	<p>Если используются достаточно представительные данные по сделкам (транзакциям), то возможно получение адекватных, надежных сравнительных данных для выполнения сравнительного анализа и необходимых корректировок</p>
	<p>Оценка предназначена для целей налогообложения по фактам дарения, наследования и т. д.</p>
	<p>Предполагается превращение оцениваемой компании в компанию открытого типа</p>
	<p>Информация, отражающая соотношение прибыль/поток денежных средств по компании объекту исследования и компаниям-аналогам достаточно достоверны и надежны</p>
	<p>Текущие соотношения прибыль/поток денежных средств может быть использовано для определения этого соотношения в будущем</p> <p>При оценке контрольной (мажоритарной) доли капитала доходы владельца могут быть определены с достаточной точностью</p> <p>Соотношения прибыль/поток денежных средств, характерное для компании объекта исследования и компаниям-аналогам, вполне устойчивое и положительное</p>
<p>Цена/дивиденды</p>	<p>Компания регулярно выплачивает дивиденды, а их величина в перспективе может быть определена достаточно точно</p>
<p>Цена/стоимость чистых активов</p>	<p>Имеется необходимая для расчетов информация о стоимости чистых активов по компаниям-аналогам</p>
	<p>Стоимость чистых активов у исследуемой компании и компаний-аналогов является положительной величиной</p>
	<p>Достаточно значительную долю активов компании составляют ликвидные активы или другие инвестиции (акции, инвестиции в недвижимость и т. п.)</p>
	<p>Оцениваемая доля собственного капитала может быть неконтрольной (миноритарной), но все другие условия, характерные для применения метода чистых активов имеют место</p>

После окончательного определения состава методов (метода) оценки стоимости бизнеса, каждый из которых предусматривает выполнение собственной системы расчетов, целесообразной представляется разработка частных алгоритмов. Эти алгоритмы призваны формализовать весь процесс расчетов по каждому и рассматриваемых методов оценки стоимости бизнеса. В качестве примера приведем алгоритм, который позволяет определить стоимость бизнеса согласно методу чистых активов (рис. 3.2).

Благодаря разработанной и изложенной выше методике, предусматривающей достаточно строгое обоснование выбора наиболее целесообразных методов оценки стоимости бизнеса применительно к данной компании, упорядочивается и нормализуется весь сложный и многоэтапный процесс, который обычно выполняется профессиональными экспертами-оценщиками.

В спорных ситуациях, когда по результатам анализа целесообразным считается использование нескольких различных методов (например, трех) для оценки стоимости бизнеса, эксперт-оценщик должен располагать соответствующей статистической информацией о частоте их применения в данной отрасли.

Отечественная практика оценочной деятельности базируется на использовании экспертного метода при определении значимости (коэффициента важности) известных подходов к оценке стоимости бизнеса. Так, например, значимость доходного подхода оценивается коэффициентом важности, равным 0,7, затратного подхода – 0,2, сравнительного подхода – 0,1. Соответственно, на эту величину умножается полученная при использовании того или иного подхода стоимость бизнеса. Далее итоговая величина рассчитывается как средневзвешенная сумма всех полученных значений стоимости.

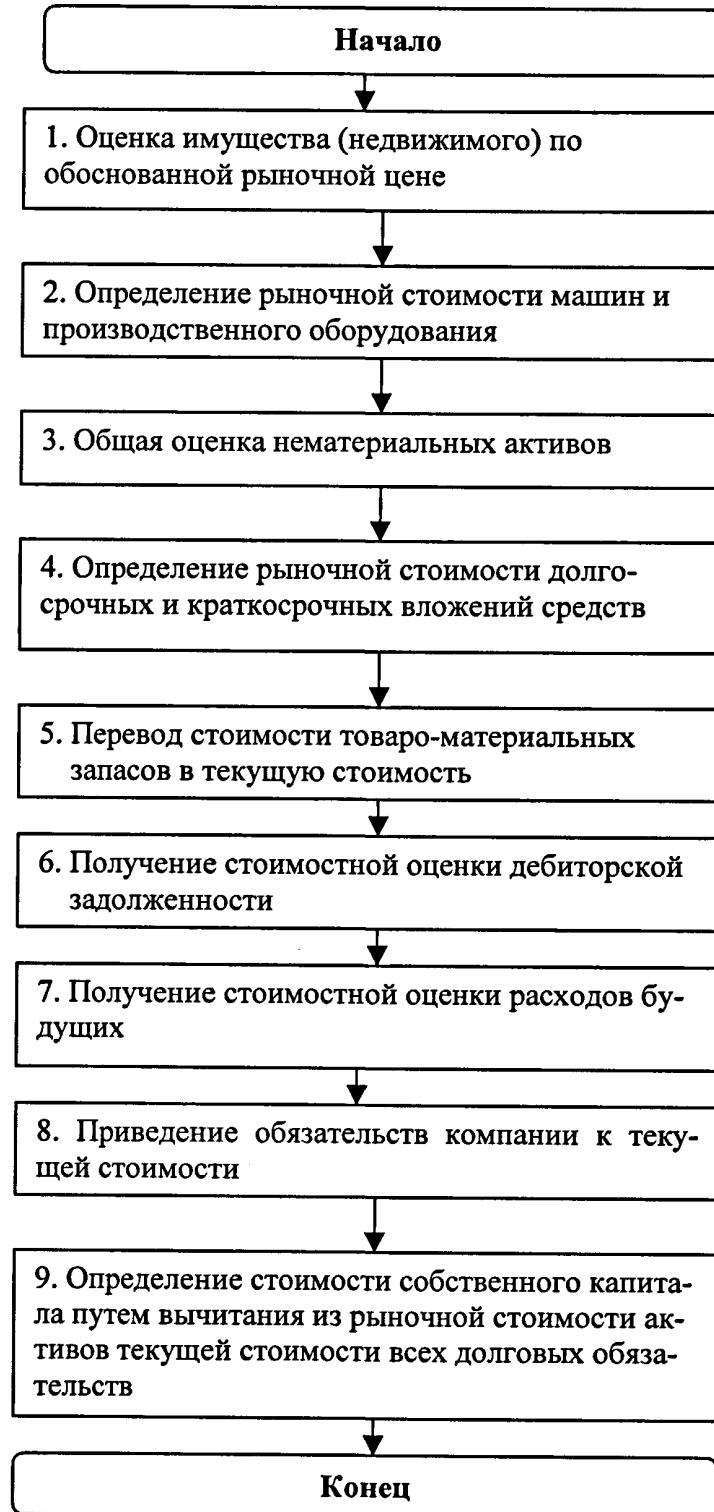


Рис. 3.2. Укрупненный алгоритм расчета стоимости бизнеса с помощью метода чистых активов

3.2. Разработка методики оценки совокупной и относительной силы бизнеса

Обеспечение неуклонного роста стоимости бизнеса, как известно, непосредственно связано с объемом постоянно привлекаемых инвестиций, направляемых на дальнейшее развитие производства.

Для определения объема инвестиций, которые целесообразно направить на обеспечение динамичного развития собственного производства и системы сбыта продукции или оказания услуг, а также для выявления главных направлений, по которым в первоочередном порядке должны быть реализованы реинжиниринговые мероприятия для любого предприятия (компании), необходимо располагать информацией, отражающей *силу собственного бизнеса*. Одновременно важно знать свое место среди главных (ближайших) конкурентов, присутствующих на целевом рынке с тем, чтобы определять объем средств, необходимых для развития производства, а также рейтинга, касающегося стоимостной оценки бизнеса.

Показатель, фигурирующий под условным названием *совокупная «сила бизнеса»*, является интегральным, так как он рассчитывается на основании обобщения числовых оценок ряда факторов (показателей). Согласно «принципы Парето» 20% факторов стоимости вносят 80% вклада в создание стоимости компании. Эти 20% факторов принято именовать **ключевыми факторами стоимости – КФС**. С их помощью отражаются главные конечные результаты деятельности предприятия (компании), обуславливающие стоимость компании. Ключевой фактор стоимости компании (предприятия) – это любая переменная, оказывающая наиболее значимое влияние на стоимость бизнеса. В каждом конкретном случае должен быть выбран такой состав КФС, который максимально учитывал бы разнообразные экономико-организационные, финансовые и иные особенности компании. Каждому уровню управления компанией (предприятие – биз-

нес-единица – отдельный менеджер) свойственен вполне конкретный состав КСФ. Состав таких факторов (показателей) может быть весьма разнообразным, начиная от экономических, финансовых, инвестиционных, нормативных показателей, показателей имущественной оценки до показателей дебиторской задолженности и мотивации персонала компании.

Каждое подразделение предприятия должно четко представлять, на какие факторы стоимости оно способно оказывать прямое влияние. К примеру, для одной бизнес-единицы (деловой единицы или подразделения) компании ключевым фактором стоимости может быть себестоимость готовой продукции, для другого – наиболее полное удовлетворение спроса покупателей, для третьего – капитальные вложения и т. д. Факторы стоимости нецелесообразно рассматривать в отрыве друг от друга. Так, повышение цены на товар само по себе может увеличить стоимость предприятия, но и одновременно привести к потере определенного контингента покупателей вследствие уменьшения конкурентоспособности продукции.

Для предприятия в целом общими ключевыми факторами стоимости могут являться, к примеру: *денежный поток, обусловленный объемом продаж (реализации) продукции и услуг, прибыль, получаемая от операционного (производственного), инвестиционного и финансового видов деятельности, норма дисконта, скорость оборачиваемости оборотного капитала, прирост или уменьшение потребности в оборотном капитале, доля завоеванного целевого рынка, показатели рентабельности использования собственного и заемного капитала, уровень квалификации менеджмента, стоимость нематериальных активов (например, стоимость товарного знака, гудвилл) и др.* Ключевые факторы стоимости бизнеса, по которым установлены нормативы (норма дисконта, коэффициент капитализации и др.), должны периодически пересматриваться (ужесточаться) в соответствии с изменением конъюнктуры рынка и поведением на нем конкурентов.

Числовая оценка интегрального показателя – силы бизнеса – характеризуют не только уровень конкурентоспособности данной компании на целевом рынке (или его сегменте), но также и ее имидж (гудвилл), который является одной из основных компонент стоимости бизнеса.

Для получения числовой оценки интегрального показателя силы бизнеса на первом этапе специалистами выявляются ключевые факторы стоимости, которые в значительной степени обуславливают успех в работе компании на целевом рынке.

На втором этапе каждому ключевому фактору стоимости экспертами присваивается весовой коэффициент, соответствующий степени его важности среди выбранных главных результирующих показателей. Сумма этих весовых коэффициентов должна быть равна единице.

На третьем этапе выполняются расчеты, с помощью которых устанавливается числовая оценка интегрального показателя силы бизнеса. Суть этих расчетов состоит в умножении каждого ключевого фактора стоимости, которому присвоена соответствующая балльная оценка, на весовой коэффициент и последующего суммирования полученных произведений. Компания, у которой эта сумма оказывается наибольшей по величине, признается наиболее конкурентоспособной на целевом рынке.

С целью определения своего места на целевом рынке среди главных конкурентов дополнительно рассчитывается показатель, называемый *относительной силой бизнеса*. Он определяется как отношение числовой оценки показателя, отражающего силу бизнеса анализируемой компании, к соответствующей величине этого же показателя самого сильного (крупного) конкурента.

Располагая числовой оценкой интегрального показателя силы бизнеса, становится возможным определить те показатели, по которым исследуемая компания отстает или опережает (самое главное на сколько) своих главных конкурентов, выявить на перспективу приоритетные направления,

по которым компания должна развиваться, спрогнозировать необходимые объемы инвестиций для обеспечения динамичного роста стоимости ее бизнеса.

Проиллюстрируем на реальном числовом примере методику расчета показателей *силы бизнеса и относительной силы бизнеса* (табл. 3.2). При этом для количественной оценки ключевых факторов стоимости (главных показателей) воспользуемся десятибалльной шкалой.

Таблица 3.2

Состав ключевых факторов стоимости и их балльные оценки по предприятиям телекоммуникационной связи

Ключевой фактор стоимости	Весовой коэффициент	Балльные оценки ключевых факторов стоимости по предприятиям сотовой связи			
		Вымпел-Ком	МТС	Мегафон	GSM
Валовая прибыль	0,30	6	9	4	3
Объем реализации услуг	0,19	4	8	8	3
Доля завоеванного целевого рынка	0,13	4	9	2	7
Объем привлекаемых инвестиций	0,12	5	4	6	6
Уровень выплачиваемых дивидендов на акцию	0,10	6	3	8	7
<i>Сила бизнеса</i>	–	4,28	5,9	3,78	3,17
<i>Относительная сила бизнеса</i>	–	0,73	1,0	0,64	0,54

Числовая оценка показателя силы бизнеса по исследуемому предприятию сотовой связи ВымпелКом составит: $6 \times 0,3 + 4 \times 0,19 + 4 \times 0,13 + 5 \times 0,12 + 6 \times 0,1 = 4,28$.

Относительная сила бизнеса по этому же предприятию оказалась равной: $4,28 : 5,9 = 0,73$.

Аналогичным образом были выполнены расчеты по другим предприятиям конкурентам. Их результаты отражены в табл. 3.2. Из этой таблицы видно, что доминирующим на рынке мобильной связи является компания МТС. Исследуемая компания сотовой связи ВымпелКом находится на втором месте среди основных конкурентов. Благодаря полученной ин-

формации становится возможным достоверно определить сильные и слабые стороны в деятельности компании ВымпелКом. Они наглядно представлены в приведенной выше таблице. На их основе могут быть сформулированы главные стратегические цели развития компании, в реализацию которых она должна направлять инвестиции. В связи с тем, что одновременная реализация всех стратегических целей не представляется возможным из-за ограниченности инвестиционных ресурсов, они должны быть проранжированы в порядке убывания важности. К первоочередным целям следует отнести те, которые предусматривают повышение числовых результирующих оценок таких ключевых факторов стоимости (показателей), как цена и качество услуг, развитость сбытовой сети и доля завоеванного целевого рынка. Вложения необходимых по объему инвестиций для достижения наилучших конечных экономических и финансовых результатов по первоочередным стратегическим целям будут способствовать скорейшему росту стоимости компании ВымпелКом, а, следовательно, и увеличению в итоге благосостояния акционеров. Одновременно с возрастанием стоимости компании будет происходить и рост ее имиджа, который, как было отмечено выше, является важной составляющей частью стоимости бизнеса.

Для уменьшения влияния субъективного фактора при определении коэффициентов важности по выбранным наиболее целесообразным ключевым факторам (показателям) систему расчетов можно организовать и осуществить с учетом использования числовых оценок, именуемых коэффициентами чувствительности.

«Степень приращения стоимости относительно приращения фактора будем называть ее **чувствительностью** к фактору или просто чувствительностью» [70].

Чувствительность показывает, на какой процент прирастет или уменьшится стоимости бизнеса при увеличении значения фактора на 1%.

Соответственно, чем больше коэффициент чувствительности, тем существеннее изменится стоимость бизнеса.

Пример. На основании собранного и обработанного статистического материала установлено, что при изменении объема прибыли компании на 1% стоимость бизнеса изменяется на 0,5%. Определить чувствительность стоимости бизнеса по отношению к прибыли.

$$\text{Решение: } \frac{0,005}{0,01} = 0,5.$$

Таким образом, чувствительность стоимости бизнеса по отношению к показателю прибыли оценивается коэффициентом, равным 0,5.

Преимущество приведенного выше способа определения коэффициента чувствительности (по сравнению с показателем абсолютных приращений) заключается в том, что разноразмерные факторы (цена, количество проданной продукции, объемы продаж в стоимостном выражении, привлекаемые инвестиции и т. п.) основываются на реальных закономерностях и приведены к единой базе – безразмерным долям. В этом случае отпадает необходимость проведения процедуры нормализации (т. е. приведения числовых оценок разных факторов к безразмерным величинам) при работе с показателями, имеющими разные единицы измерения. В итоге приведенная выше система расчетов, основанная на учете коэффициентов важности, упрощается, а достоверность числовых оценок повышается. Повышение этой достоверности связано с использованием реального статистического материала по данной компании. Вполне понятно, что эти коэффициенты чувствительности по различным предприятиям обычно не совпадают вследствие особенностей каждого из них. Пусть на основе проведенных исследований получены по каждому из основных факторов коэффициенты чувствительности, которые приведены в табл. 3.3. Эти коэффициенты чувствительности показывают, как изменяется стоимость бизнеса при изменении каждого исследованного фактора на 1%.

Таблица 3.3

Состав ключевых факторов стоимости и соответствующие им коэффициенты чувствительности по основным предприятиям сотовой связи

Ключевой фактор стоимости	Коэффициенты чувствительности по ключевым факторам стоимости по предприятиям сотовой связи			
	Вымпел-Ком	МТС	Мегафон	GSM
Валовая прибыль	0,6	0,65	0,4	0,5
Объем реализации услуг	0,5	0,6	0,5	0,4
Доля завоеванного целевого рынка	0,3	0,4	0,35	0,25
Объем привлекаемых инвестиций	0,7	0,75	0,6	0,6
Уровень выплачиваемых дивидендов на акцию	0,5	0,6	0,4	0,4
<i>Сила бизнеса</i>	2,6	3,0	2,25	2,15
<i>Относительная сила бизнеса</i>	0,87	1,0	0,75	0,72

Из приведенной выше таблицы видно, что доминирующим на рынке сотовой связи является телекоммуникационная компания МТС. Исследуемая компания ВымпелКом находится на втором месте среди основных конкурентов. Как видим, объем расчетных работ при использовании коэффициентов чувствительности факторов по отношению к изменению стоимости бизнеса упрощен, хотя сама методика расчетов интегрированного показателя силы бизнеса, а также относительной силы бизнеса не изменилась. Однако результаты расчетов во втором случае следует признать более обоснованными, так как они базируются на реальных статистических данных.

Таким образом, благодаря использованию изложенной выше методики расчета показателей силы бизнеса и относительной силы бизнеса по исследуемой компании становится возможным разработать обоснованный перспективный стратегический план, предусматривающий привлечение необходимых по объему инвестиций, конечной целью реализации которого будет являться рост стоимости компании (бизнеса). Вместе с тем, возросшая стоимость компании сама выступает в качестве важного параметра, определяющего уровень ее конкурентоспособности. Как видим, между

стоимостью компании и уровнем конкурентоспособности существует прямая и обратная связь.

На основе выявленных КФС рекомендуется разрабатывать нормативные значения показателей оценки деятельности по компании в целом, по отдельным бизнес-единицам (деловым единицам), функциональным подразделениям и даже по отдельным сотрудникам (например, ключевым менеджерам). После разработки таких нормативов становится возможным спроектировать обоснованную *систему мотивации* на всех уровнях управления компанией, а также организовать контроль над конечными результатами деятельности. В результате будет создана комплексная система управления, при которой деятельность каждого подразделения компании (от бизнес-единицы для отдельного сотрудника) четко ориентирована на достижение главной цели – максимизации стоимости компании (т. е. богатства акционеров) – через систему мотивации и контроля, нормативные значения показателей эффективности и ключевые факторы стоимости.

На практике выявление КФС, а также определение их вклада в общую стоимость компании осуществляются путем проведения комплексного стоимостного бизнес-аудита. Результатом проведения бизнес-аудита является так называемый внутренний информационный меморандум, в котором содержится перечень ключевых факторов стоимости, вклад (весовой коэффициент) каждого из них в достижение общей стоимости компании, нормативы эффективности и корпоративные стандарты (согласованные с КФС), а также стратегия максимизации стоимости бизнеса.

Следующим этапом построения обоснованной системы управления стоимостью компании является разработка соответствующего бизнес-плана, основу которого должны составлять подлежащие достижению числовые значения КФС (а не функциональные показатели).

Управление компанией с целью обеспечения максимизации ее стоимости целесообразно осуществлять в дальнейшем с помощью *оперативно*

разрабатываемых планов, в основе которых должны быть положены краткосрочные значения ключевых факторов стоимости.

3.3. Аналитическая оценка доходного, затратного, рыночного подходов и в их составе определение стоимости бизнеса.

На сегодняшний день известно несколько подходов и реализуемых в их составе методов, с помощью которых даются оценки стоимости бизнеса. В отечественной теории декларируются и на практике традиционно используются три основных подхода к оценке стоимости бизнеса:

- доходный подход (income approach);
- затратный (на основе активов) подход (asset based approach)
- сравнительный (рыночный) подход (market approach).

К *четвертому подходу* можно отнести распространенный в зарубежной практике и сравнительно новый для России подход, основанный на оценке имущественных (реальных) *опционов*.

Каждый из этих подходов характеризуется достоинствами, недостатками и имеет вполне определенную сферу целесообразного применения. Вместе с тем ни один из перечисленных подходов и методов не являются взаимоисключающим. При проведении оценки стоимости бизнеса с целью повышения достоверности расчетов эксперт-оценщик обычно использует несколько наиболее подходящих для рассматриваемой ситуации методов, которые дополняют друг друга.

Согласно американскому стандарту оценки бизнеса BSV-1 дается следующая достаточно удачная трактовка понятия доходного подхода.

Доходный подход к оценке бизнеса (Income approach) – это общий способ определения стоимости предприятия или его собственного капитала, в рамках которого используются один или более методов, основанных на пересчете ожидаемых доходов (стандарт BSV-VII). При этом предпола-

гается, что стоимость бизнеса равна текущей стоимости будущих доходов от владения предприятием.

Цель, которая может быть реализована с помощью *доходного подхода*, заключается в необходимости получения инвесторами определенной экономической выгоды от владения бизнесом. При этом непременно должен быть учтен уровень риска от такого владения.

Доходный подход имеет своим назначением установление стоимости бизнеса в целом, или доли собственности, или пакета ценных бумаг путем расчета приведенной к текущему моменту стоимости ожидаемых экономических выгод. Иначе говоря, в основу *доходного подхода* положен следующий принцип: стоимость оцениваемого бизнеса равна сегодняшней величине всех будущих доходов от владения этим бизнесом.

Доходный подход считается наиболее приемлемым с точки зрения требований инвестора. Дело в том, что любой покупатель (инвестор) стремится приобрести не набор активов (здания, сооружения, оборудование, нематериальные активы), а готовый, функционирующий бизнес (с профессиональным трудовым коллективом, определенной репутацией, торговыми марками, брэндом), который позволит ему не только вернуть вложенные денежные средства, но получать в будущем приемлемую по объему прибыль.

Доходный подход состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем принести своему владельцу (владельцам), включая выручку от продажи имущества (неиспользуемых активов), которое не понадобится для получения этих доходов. В процессе оценки стоимости бизнеса на основе применения *доходного подхода* будущие доходы предприятия суммируются с учетом времени их появления. Добавляемая к ним стоимость неиспользуемых активов учитывается на уровне их рыночной стоимости.

Частота использования отечественными оценочными компаниями тех или иных подходов и соответствующих им методов согласно опросу отечественных экспертов оценщиков, проведенному за период с 21 апреля по 31 июля 2000 г. может быть иллюстрирована следующими цифровыми данными (рис. 3.3).



Рис. 3.3. Удельный вес используемых методов оценки бизнеса в РФ

Источник: Российский клуб оценщиков Appraiser.ru

Результаты аналогичного опроса, выполненного в 2001 году в рамках Российского клуба оценщиков, могут быть иллюстрированы данными, приведенными в табл. 3.4.

Таблица 3.4

Масштаб применения различных подходов и соответствующих им методов расчета

Метод (подход)	Частота применения метода, в %
Метод дисконтирования денежных потоков (доходный подход)	31
Учетные методы оценки (затратный подход)	28
Метод капитализации доходов (доходный подход)	17
Метод рынка капитала (сравнительный подход)	9
Метод сделок (сравнительный подход)	8
Метод отраслевых коэффициентов (сравнительный подход)	5
Опционные методы	1
Прочие	1

Источник: Российский клуб оценщиков Appraiser.ru

Как видим из информации, приведенной на рис. 3.3 и в табл. 3.4, наиболее предпочтительными являются метод дисконтированных денежных потоков (доходный подход) и учетные методы оценки (затратный подход). Их совокупный удельный вес составляет почти 60%. Практическая ценность приведенной выше информации состоит в том, что эксперт-оценщик может с достаточно высокой степенью достоверности устанавливать весовые коэффициенты для используемых методов оценки стоимости бизнеса. Взвешивание результатов расчетов, получаемых с помощью различных методов оценки стоимости бизнеса, будет способствовать повышению уровня достоверности итоговой оценки.

Одним из определяющих моментов при оценке стоимости бизнеса является сформулированная компанией цель. В зависимости от реализуемых компанией целей могут определяться различные виды стоимости бизнеса. К их числу относят обоснованную рыночную стоимость, инвестиционную стоимость, текущую стоимость, ликвидационную стоимость, балансовую стоимость и т. д.

Напомним, что обоснованная *рыночная стоимость компании* – это наиболее вероятная цена, по которой может быть осуществлен акт купли-

продажи этой компании. В таком случае и покупатель, и продавец заинтересованы в предстоящей сделке, действуют они не по принуждению и располагают достаточной по объему информацией относительно фактов, сопутствующих сделке.

Между рыночной стоимостью предприятия существует прямая связь с теми денежными потоками (доходами), которые обуславливают конечные экономические результаты его предпринимательской деятельности (производственно-хозяйственной, сбытовой, инвестиционной).

Состав методов, обычно относимых к доходному подходу, приведен на рис. 3.4.

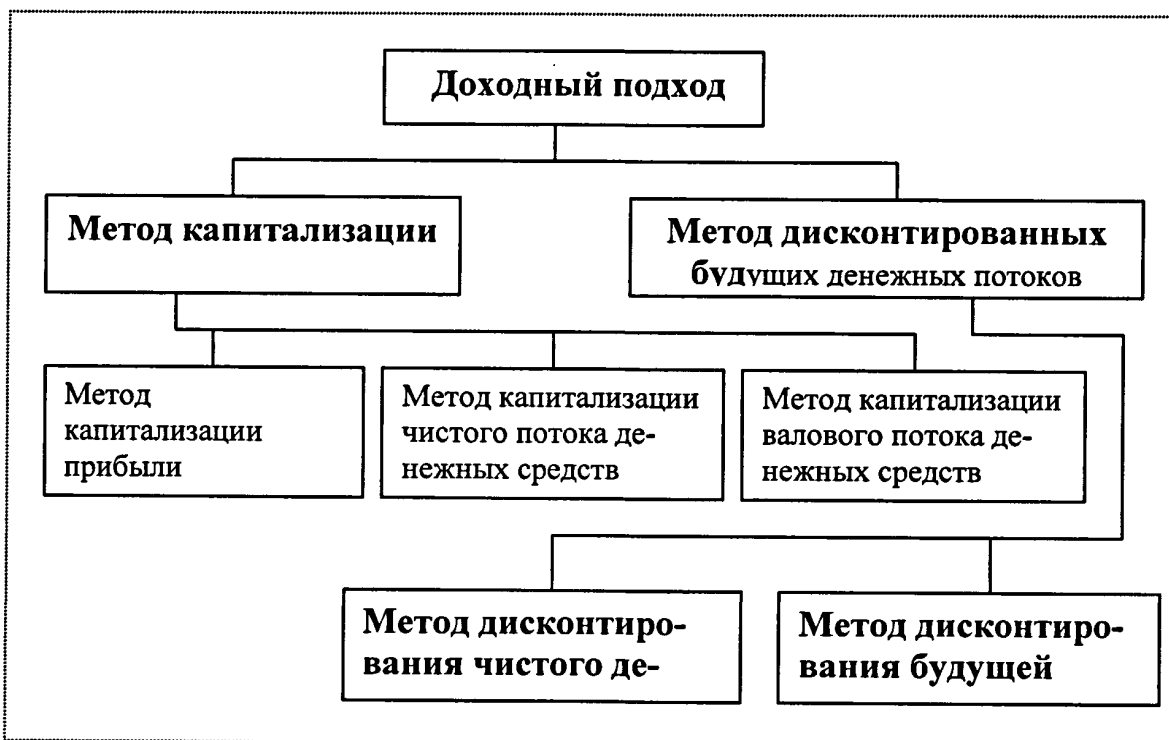


Рис. 3.4. Состав методов оценки стоимости бизнеса, относимых к доходному подходу

Дополнительные методы, освещаемые в зарубежной литературе по оценке стоимости бизнеса, условно объединим, в группу «прочий подход» (рис.3.5) [63].

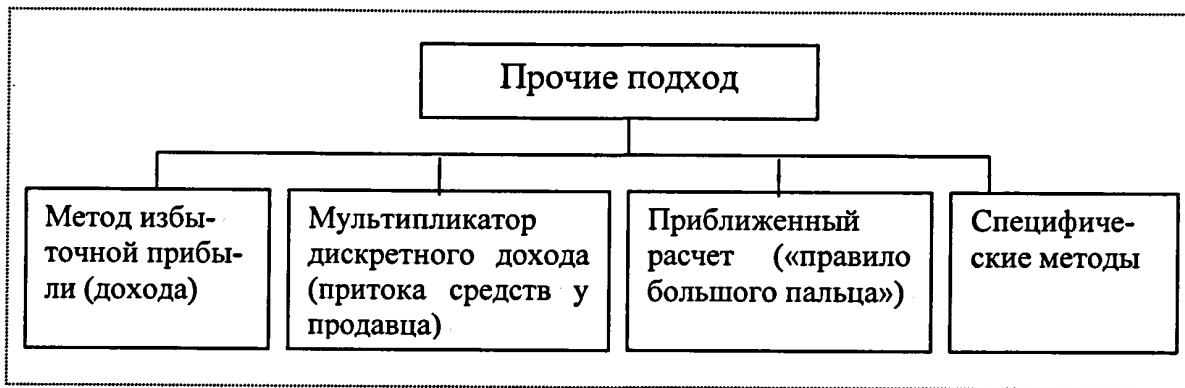


Рис. 3.5. Подход к оценке стоимости бизнеса, встречающийся в зарубежной литературе [31]

Группа методов, фигурирующая в составе *прочего подхода*, не может быть отнесена к какому-либо одному из рассмотренных выше подходов. Особенностью этих методов является то, что они основываются на использовании не одного, а комбинации методов.

Метод избыточной прибыли (избыточных доходов) применяется при оценке стоимости малых фирм или индивидуальных частных предприятий. Суть его состоит в следующем. Сначала оценщик определяет обоснованный коэффициент отдачи для материальных активов предприятия. Затем подсчитывает излишек доходов компании как разность между чистыми денежными доходами и обоснованной отдачей ее материальных активов. Для подсчета стоимости нематериальных активов излишек доходов капитализируется с использованием нормы капитализации, соответствующей нематериальным активам. Для определения общей стоимости компании стоимость нематериальных активов прибавляется к стоимости материальных активов (определенной с помощью метода чистой стоимости активов или другим подходящим методом). Источниками систематического получения предприятием *избыточной прибыли* являются гудвилл, престижная марка товара, товарный знак, знак соответствия и т. п.

Чистый денежный поток = чистая прибыль – (минус) сумма амортизационных отчислений \pm чистые изменения в использовании оборотного капитала \pm чистые изменения в основных и иных внеоборотных активах \pm чистые изменения в долгосрочной задолженности.

Мультипликатор дискретного притока средств у продавца. Этот метод рекомендуется для оценки стоимости малых предприятий, управляемых самими владельцами (например, киоском по продаже мороженого, цветов, ремонту обуви). Метод исходит из того, что покупатель намерен одновременно приобрести и готовый бизнес, и рабочее место. Дискретный приток средств у продавца рассчитывается как выручка до уплаты налогов за минусом каких-либо ожидаемых капитальных затрат. Для определения стоимости компании необходимо умножить дискретный приток средств, получаемых продавцом, на оценочный мультипликатор, полученный из анализа продаж подобных малых предприятий на рынке. Определенная таким методом стоимость дает представление о стоимости бизнеса для будущего владельца.

Приближенный расчет («правило большого пальца»). Он представлен формулой, которая применяется при оценке стоимости компаний в некоторых отраслях. Например, «правило большого пальца» в отношении договора со страховой компанией может означать одно-двух кратное превышение общего комиссионного дохода плюс чистые активы. Правила «большого пальца» следует применять для проверки обоснованности оценок стоимости бизнеса, полученных с помощью других методов.

Специфические методы оценки компаний. Примером, иллюстрирующим факт применения подобного рода методов, может служить информация о реальной сделке, например, о купле-продаже той или иной компании. Если сделка является результатом переговоров между независимыми сторонами, то оценщик может определить, насколько соответствующая информация указывает на рыночную стоимость компании.

Важными характеристиками при применении методов в составе доходного подхода являются объемы оцениваемых стоимостей. Стоимость может представлять *контрольную* (мажоритарную) или *неконтрольную* (миноритарную) долю участия (например, в виде приобретаемого пакета акций). Это обстоятельство обуславливает необходимость проведения на заключительном этапе расчетов соответствующей корректировки. За приобретение контрольного пакета акций (51% и более) полагается премия, а за неконтрольный пакет (менее 51%) – скидка.

Скидка за неконтрольный пакет акций является производной от премии, получаемой за приобретение контрольного пакета акций. Эта практика основывается на эмпирических данных. Скидка за неконтрольный характер владения акциями рассчитывается в процентах по следующей формуле:

$$C_H = \left(1 - \frac{1}{1 + П_K} \right) \times 100,$$

где

C_H – скидка за владение неконтрольным пакетом акций, в %;

$П_K$ – величина премии за контроль, в % (если премия составляет 30%, то в расчетах используется соответствующая величина – 0,3).

Средняя (ориентировочная) величина премии за контроль колеблется в пределах 30–40% от стоимости бизнеса, а скидка за неконтрольный характер владения пакетом акций составляет в среднем 23% [62].

Метод оценки с помощью *дисконтированных денежных потоков* рекомендуется к использованию тогда, когда ожидается существенное изменение будущих доходов по сравнению с доходами, получаемыми от текущей операционной (производственной) и иных видов деятельности. Сочетание слов «существенное изменение» означает достаточно значитель-

ное увеличение или уменьшение относительно сложившегося темпа роста доходов. Оценка стоимости бизнеса согласно этому методу определяется путем нахождения *чистой текущей стоимости* как суммы дисконтированных денежных потоков по всем периодам прогнозирования и капитализированного денежного потока построженного периода.

Кроме того, *метод дисконтированных денежных потоков (ДДП)* рекомендуется к применению на предприятиях, имеющих определенную предысторию хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. Вместе с тем он не пригоден для оценки стоимости предприятий, которые систематически терпят убытки, так как в таком случае отсутствует предмет дисконтирования. Отсутствие возможности получить ретроспективные оценки доходов или прибылей весьма затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков.

Метод дисконтирования будущих денежных доходов может использоваться и в других целях; в частности, для расчета стоимости торговой марки компании. Это может быть необходимо, например, при внесении торговой марки в уставной капитал совместного предприятия, а также при использовании этой марки в качестве залогового обеспечения кредита, выдаваемого банком или финансовой компанией.

Метод дисконтирования будущих доходов получил достаточно широкое распространение в зарубежной практике оценки стоимости бизнеса.

При мотивации целесообразного выбора метода дисконтирования денежных потоков в качестве основы расчетов специалистами в области оценки бизнеса обычно приводятся следующие аргументы:

- практичность и возможность применения для каждого действующего предприятия (32 %);
- возможность проведения анализа денежных потоков в динамике, а также учет фактора времени (20 %);

- наличие возможности использовать элементы системы планирования (15 %);
- целевая и стратегическая ориентация (11 %);
- возможность прогнозирования будущих денежных потоков (11 %);
- другое (11 %).

В составе доходного подхода фигурирует группа сходных между собой методов оценивания стоимости бизнеса, которые связаны с дисконтирование различных видов экономических выгод.

В составе метода *дисконтирования будущих доходов* присутствуют:

- а) дисконтирование чистого потока денежных средств (нет-кэш-флоу);
- б) дисконтирование будущих прибылей.

В составе *методов капитализации* будущих доходов предусмотрены:

- а) капитализация прибыли;
- б) капитализация чистого потока денежных средств (нет-кэш-флоу);
- в) капитализация валового потока денежных средств.

На практике наиболее часто используются методы дисконтирования чистого потока денежных средств и капитализации прибыли.

Подходы, в основе которых положена процедура капитализации доходов, базируются на использовании следующих коэффициентов.

1. Коэффициент (ставка) капитализации определяется как отношение дохода к капитальным вложениям. Он позволяет конвертировать поток доходов в стоимость бизнеса, следующим образом:

$$K_c = \frac{D}{C_{\Pi}},$$

где

K_c – ставка (коэффициент) капитализации, соответствующий

данному периоду (году);

Д – ожидаемый к получению объем годового дохода (иначе, валовый или чистый денежные потоки) или чистой прибыли;

$C_{п}$ – стоимость предприятия (бизнеса);

2. Ставка дисконтирования применяется для того, чтобы конвертировать будущие доходы в текущую стоимость. Она отражает ставку дохода, которую желает получить инвестор с учетом различных видов риска.

Дисконтные ставки и ставки капитализации определяются по данным рынка и выражаются как ценовой мультипликатор (определяемый по данным об открыто продаваемых бизнесах или сделках) или как процентная ставка (определяемая по данным об альтернативных инвестициях).

Особо отметим, что термины «ставка дисконтирования» и «коэффициент капитализации» не являются идентичными.

Ставка дисконтирования представляет собой общую ожидаемую ставку дохода (в процентах к цене покупки), на которую покупатель или инвестор вправе рассчитывать, приобретая в собственность некий актив. В отличие от коэффициента капитализации, ставка дисконтирования непосредственно не используется как делитель или множитель для определения стоимости компании. Она используется для приведения к настоящему моменту времени доходов (расходов) будущего периода. Ставка дисконтирования подходит для случая, когда ожидается, что результаты деятельности компании в перспективе будут достаточно существенно отличаться от результатов настоящей (сегодняшней) или прошлой деятельности. Для того чтобы рассчитать для определенной ставки дисконтирования соответствующий ей коэффициент приведения (или, что то же, коэффициент дисконтирования), необходимо подготовить прогноз результатов будущей деятельности компании, включая и постпрогнозный (в западной терминологии терминальный, продленный) период (который часто является пер-

вым годом после достижения стабильного темпа роста в прогнозный период).

Отличие коэффициента капитализации от ставки дисконтирования в реальной оценочной практике обусловлено действием таких факторов, как ожидаемый рост доходов компании, планируемая продолжительность ее жизни и потенциальная неустойчивость темпов роста доходов этой компании.

Коэффициент капитализации обычно рассчитывается на основе ставки дисконтирования. Этот коэффициент определяется путем вычитания из ставки дисконтирования ожидаемого среднегодового темпа роста этой компании. Следовательно, коэффициент капитализации обычно меньше, чем ставка дисконта.

Коэффициент капитализации может использоваться в качестве делителя или множителя для расчета ценности потока выгод за определенный период.

Для определения стоимости компании чистые доходы (или потоки денежных средств) делятся на коэффициент капитализации, выраженный в процентах. Этот же коэффициент может служить множителем, определяемым посредством деления единицы на процент, соответствующий коэффициенту капитализации.

Пример. Пусть известно, что коэффициент капитализации компании равен 20% (а множитель соответственно равен 5 (1:0,2)). Уровень чистых доходов составляет 30000 руб. Тогда стоимость компании согласно методу капитализации составит:

$$\frac{30000}{20} = 150000 \text{ руб. или } 30000 \times \frac{1}{0,2} = 150000 \text{ руб.}$$

Как видим, в *методах капитализации дохода* для конвертации дохода в стоимостную оценку бизнеса репрезентативная величина дохода делится на ставку капитализации или умножается на мультипликатор дохода.

В теории могут быть разнообразные определения дохода и денежного потока. На практике мерой дохода обычно является доход до вычета налогов либо после вычета налогов. Ставка капитализации должна соответствовать принятому толкованию дохода.

Как было отмечено выше, коэффициент капитализации для компании часто вычисляется по ставке ее дисконтирования. Такой подход является вполне правомерным лишь в том случае, если подтверждаются следующие исходные посылки:

- ◆ бизнес имеет неограниченный срок действия;
- ◆ ежегодный темп роста или спада для бизнеса колеблется вокруг единственного прогнозируемого тренда, обозначенного g .

Тренд – изменение направление прямой на графике.

Пример конвертации ставки дисконтирования в коэффициент капитализации (табл. 3.5).

Таблица 3.5

Порядок конвертации ставки дисконта в ставку капитализации

Наименование параметра	Процент
Ставка дисконтирования чистого денежного потока (r)	26
Долговременный стабильный средний темп прироста денежного потока (g)	11 (вычитается)
Коэффициент капитализации для чистого денежного потока (K_c)	15

Однако вычисленный таким способом коэффициент капитализации может быть применен только к потоку денежных средств (выгод), прогнозируемому на последующие годы.

Достаточно подробный расчет ставки капитализации приведен в приложении 4. Чтобы применить коэффициент капитализации к прошлому потоку, его необходимо разделить на $(1 + g)$:

$$K_c = \frac{r - g}{1 + g}.$$

Пример расчета ставки капитализации применительно к малому предприятию согласно кумулятивной модели приведен в приложении 4.

Характеристика метода оценки стоимости бизнеса, определяемой на основе дисконтирования будущих доходов. Между рыночной стоимостью компании и дисконтированным денежным потоком существует прямая связь. Достижение наилучшего его значения связано с необходимостью долговременного (систематического) привлечения экономических целесообразных по объему инвестиций и управления этим капиталом.

Метод дисконтирования денежных потоков возможно применять для оценки стоимости бизнеса:

- при произвольно изменяющихся и неравномерно поступающих *денежных потоках*;
- предприятие представляет собой крупный многофункциональный комплекс;
- потоки доходов и расходов носят сезонный характер

Заметим, что показатель чистой прибыли лишь частично отражает фактические объемы возникновения денежных потоков, которые обычно являются краткосрочными. Это объясняется тем обстоятельством, что остаются не учтенными объемы амортизационных отчислений и финансовые потоки, обусловленные инвестированием свободных средств, вкладываемых в высокоэффективные инвестиционные проекты или высокодоходные финансовые инструменты.

В методах дисконтированного будущего денежного потока и/или дивидендов денежные поступления рассчитываются для каждого из нескольких будущих периодов. Эти поступления конвертируются в стоимость путем применения дисконтной ставки с использованием способов расчета приведенной (дисконтированной) стоимости. Количество формулировок понятия денежного потока может быть достаточно большим. На практике используются понятия чистый денежный поток (денежный поток, который может распределяться среди акционеров) или фактические выплаченные дивиденды.

Дисконтная ставка должна быть адекватна рассматриваемому виду ожидаемых экономических выгод. Например, ставки до налогообложения должны использоваться в случае определения экономических выгод без учета налогов, ставки после налогообложения должны использоваться для установления потоков выгод за вычетом налогов, а ставки для чистого денежного потока должны использоваться для определения выгод в форме чистого денежного потока.

Если прогнозируемый доход выражен в номинальных суммах (т.е. на основе текущих цен), следует использовать ставки для номинальных величин. Если же прогнозируемый доход представляется в реальных суммах (с учетом изменения уровня цен), то должны использоваться ставки для реальных величин. Аналогично следует отразить в документах ожидаемый долговременный темп роста дохода и выразить его в номинальных или в реальных величинах.

Расчеты по методу дисконтированного будущего денежного потока ведутся по формуле:

$$C_n = D_{i=1} \cdot r_{i=1} + D_{i=2} \cdot r_{i=2} + \dots + D_{i=n} \cdot r_{i=n} + C_{\text{рев}} \cdot r_{\text{рек}}, \quad (i=1, \dots, n)$$

где

C_n – стоимость предприятия (бизнеса);

D_i – денежный поток в i -м периоде владения объектом собственности;

r_i – ставка дисконта по i -му периоду;

$C_{\text{рев}}$ – стоимость реверсии (т. е. выручки от продажи бизнеса за первый год построгнозного периода);

$r_{\text{рек}}$ – ставка рекапитализации.

Стоимость реверсии определяется по формуле Гордона [39]:

$$C_{\text{рев}} = \frac{D_n (1 + T_p)}{r - T_p}, \quad \text{или}$$

$$C_{\text{рев}} = \frac{D_{i=n+1}}{r - T_p},$$

где

D_n – денежный поток за первый год построгнозного периода;

T_p – ожидаемые долгосрочные темпы роста предприятия;

r – ставка дисконтирования.

Пример. Известно, что прогнозный период составляет 5 лет, а денежный поток шестого года равен 150 млн руб., ставка дисконта равна 24%, долгосрочные темпы роста – 2%. Определить стоимость реверсии.

$$C_{\text{рев}} = \frac{150}{0,24 - 0,02} = 682 \text{ млн руб.}$$

Расчет «г» при денежном потоке для инвестированного капитала производится по формуле:

$$r = r_c \cdot Y_c + r_z \cdot Y_x$$

где

r_c – ставка дисконтирования собственного капитала;

Y_c – удельный вес (доля) собственного капитала;

r_z – ставка дисконтирования заемного капитала;

Y_z – удельный вес (доля) заемного капитала.

Расчет r при денежном потоке для собственного капитала производится по формуле:

$$r = r_b + \beta \cdot (r_{\text{ср}} - r_b) + r_c + r_{\text{и}} + r_{\text{п}},$$

где

r_b – безрисковая ставка дохода;

$r_{\text{ср}}$ – общая доходность рынка в целом (среднерыночная доходность портфеля ценных бумаг);

β - коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

r_c – поправка на страновой риск;

r_n – премия за риск инвестирования средств в малое предприятие;

r_p – премия за риск, характерный для конкретного предприятия.

В качестве безрисковой ставки дохода в мировой практике используется ставка дохода по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям, векселям). В условиях российской действительности в качестве безрисковой ставки может быть принята ставка по вложениям, характеризующимися наименьшим уровнем риска (например, ставка по валютным депозитам Сбербанка).

В России данные о коэффициентах бета публикуются консалтинговой фирмой АК&М.

Таким образом, расчет стоимости бизнеса может выполняться в рамках двух временных периодов: определенный прогнозный период и следующий за ним постпрогнозный период. В этом случае стоимость бизнеса можно определить по обобщенной формуле:

$$C_n = ДП_{пр} + ДП_{ппр},$$

где

C_n – стоимость предприятия (стоимость бизнеса);

$ДП_{пр}$ – дисконтированная стоимость денежного потока, характерная для прогнозного периода;

$ДП_{ппр}$ – дисконтированная стоимость денежного потока, характерная для постпрогнозного периода.

Стоимость, полученная после завершения конкретного прогнозируемого срока жизни бизнеса, называют еще *продленной стоимостью* ($Д_{ппр}$)

[31]. Для ее определения в указанном литературном источнике рекомендуется пользоваться упрощенной формулой:

$$ДП_{ппр} = \frac{П_ч}{WACC},$$

где

$П_ч$ – чистая операционная стоимость за вычетом скорректированных налогов;

WACC – средневзвешенные затраты на капитал.

Иллюстрация состава и содержания основных процедур, связанных с применением метода оценки стоимости бизнеса на основе дисконтирования будущих доходов, служит информация, приведенная в табл. 3.6 [63].

Таблица 3.6

Состав и содержание основных процедур в случае использования метода дисконтированных будущих денежных потоков

Шаг	Параметры и действия над ними
1	Подготовка финансового прогноза для каждого будущего года, включая последний год прогнозного периода
2	Корректировка при необходимости финансового прогноза с целью уточнения исходных данных
3	Пересчет (расчет) при необходимости местных и федеральных налогов на нормализованный (уточненный) доход, определенный на шаге 2. Результативным показателем по каждому году будет прогнозная чистая прибыль
4	Если потоком выгод, который предполагается дисконтировать, является денежным потоком, то необходимо сделать дополнительные поправки к полученной на шаге 3 величине чистой прибыли, чтобы перейти к чистому денежному потоку на каждый год
5	Определение ставки дисконтирования для потока выгод, который предстоит дисконтировать. В большинстве случаев таким потоком является чистый денежный поток, однако, в некоторых случаях мерой может служить чистая прибыль
6	Определение операционной стоимости оцениваемой компании в терминальном году, т. е. в первом году после прогнозного периода
7	Определение текущей операционной стоимости компании посредством дисконтирования всех будущих операций (включая стоимость компании, полученную на шаге 6)
8	Проверка результатов расчетов на соответствие здравому смыслу
9	Определите, требуется ли скорректировать полученную стоимость для учета скидки за низкую ликвидность, премии за контроль и ли скидки на неконтрольный характер пакета акций

Проиллюстрируем на условном примере расчеты, связанные с оценкой стоимости компании, на основе использования метода дисконтированных денежных потоков.

Пример. Необходимо определить стоимость компании (бизнеса), телекоммуникационной связи «Мегафон», используя метод дисконтирования будущих денежных потоков, если известно, что ставка дисконтирования равна 18%, а исходные данные приведены в табл. 3.7.

Таблица 3.7

Исходные данные, необходимые для расчета стоимости телекоммуникационной компании «Мегафон» в соответствии с методом дисконтированного будущего денежного потока

Параметры	Прогнозируемый период, в годах				Постпрогнозный период, в годах
	1	2	3	4	5
Прогнозируемый денежный поток, в млн долл.	27600	30200	36500	42300	40000
Коэффициент дисконтирования (приведения)	0,8475	0,7182	0,6086	0,5158	0,5158 (дисконтная ставка предыдущего года)
Текущая стоимость будущих денежных потоков (PV – present value)	23391	21690	22214	21818	21818 – построгозная (терминальная, продленная) стоимость
Стоимость компании (бизнеса)	23391+21690+22214+21818+21818 = 110777				

Результаты расчетов стоимости компании телекоммуникационной связи «Мегафон» приведены в последней строке табл. 3.7.

Обычно выделяют два источника формирования дохода от использования предприятия:

- ◆ доход, получаемый в результате деятельности предприятия;
- ◆ доход от распродажи активов.

Согласно этому делению выделяют два вида стоимости.

1. *Стоимость действующего предприятия.* Она отражает первый источник дохода и предполагается, что предприятие продолжает функционировать и приносить определенную прибыль.

2. *Стоимость предприятия по активам.* Она отражает второй источник дохода и предполагается, что предприятие будет расформировано или ликвидировано. Происходит поэлементная оценка активов.

Другой разновидностью моделей оценки стоимости бизнеса является модели оценки опционов.

Модели оценки опционов – это разновидности стандартной модели определения дисконтированных денежных потоков, отличительными признаками которых является то, что в них предусмотрена возможность внесения коррективов в управленческие решения в будущем по мере поступления новой (дополнительной) информации.

Опцион – обусловленное договором право на покупку или продажу ценных бумаг или иностранной валюты по согласованным ценам в любое время в течение трех месяцев со дня подписания контракта.

Результаты инвестирования средств в опционы могут осуществляться в трех видах: покупка опциона колл, пут и собственно акций.

Опцион колл дает владельцу право купить акции по особой цене – цене исполнения (цене сделки). В некоторых случаях опцион может быть реализован или в установленный день – его называют «европейский колл», или до него – его называют «американский колл». Если европейский опцион колл дает право купить акции по заранее оговоренной цене, то опцион пут дает право продать акцию по этой же цене.

Стоимость опциона пут в момент исполнения равна разнице между ценой исполнения и рыночной ценой на акции.

Для оценки стоимости простых опционов типа колл может быть применена формула Блэка-Шольца [87]. Она не может быть применима напрямую к более сложным опционным контрактам. Поэтому актуальным

является развитие и приспособление этой формулы для более сложных ситуаций на рынке опционов.

Достоинство применения опционных моделей при оценке бизнеса заключается в том, что стоимость оцениваемых компаний является переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к их производственно-финансовым характеристикам условий. Именно такие переменные величины целесообразно оценивать с использованием техники опционного ценообразования [29–30]. Особо отметим, что для применения метода дисконтирования денежных потоков к оценке опционов нет достаточных оснований. Дело в том, что определить сколько-либо точную величину альтернативных издержек, по которой возможно осуществление дисконтирования денежного потока, невозможно. Это обусловлено тем обстоятельством, что риск опциона изменяется при каждом изменении цены акции. Поэтому он будет меняться случайным образом в течение всего срока жизни опциона. Одновременно возникают большие сложности с прогнозированием денежного потока. Известно общее правило: чем выше цена акции относительно цены исполнения, тем надежнее опцион. В то же время опциону всегда сопутствует более высокий риск по сравнению с покупкой акций.

Наибольший практический интерес эти модели представляют при проведении оценки стоимости на этапе принятия принципиально важных решений для дальнейшего существования компании: открытие нового или закрытие прежнего предприятия, начало или прекращение того или иного вида предпринимательской деятельности.

Сформулирует основные достоинства и недостатки метода дисконтирования будущего денежного потока. Их знание необходимо для обоснования выбора целесообразных методов оценки стоимости бизнеса, пригодных к использованию в конкретных условиях (табл. 3.8.).

Таблица 3.8

Достоинства и недостатки метода дисконтированного будущего денежного потока

Достоинства 1	Недостатки 2
Возможность применения к любому эффективно функционирующему предприятию, т. е. с положительными денежными потоками	Не обеспечивает получение экономических преимуществ за счет использования моделей опционов
Способен лучше других методов отразить реальную рыночную стоимость предприятия	Отсутствует возможность адекватной оценки активов, которые не генерируют постоянно денежные потоки и не ожидается их поступление в ближайшем будущем, но представляющие ценность из-за их потенциала повышения стоимости
Учитывается в расчетах фактор времени, т. е. будущие ожидания	Не пригоден для оценки стоимости предприятий, которые систематически терпят убытки, из-за отсутствия предмета дисконтирования
Присутствует возможность достаточно достоверного прогнозирования будущих денежных потоков	Достаточно большая трудоемкость получения прогнозных данных о денежных потоках
Обладает способностью учета экономического устаревания отдельных элементов в процессе расчета	Частично характеризуется вероятностным характером
Возможность учета рыночной ситуации посредством установления соответствующей ставки дисконта	С увеличением периода прогнозирования значительно снижается достоверность данных относительно будущих денежных потоках (в силу невозможности достоверного прогнозирования темпов инфляции, а также сложности определения доходов от реинвестирования полученного денежного потока)
Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, получаемые по компаниям-аналогам для последующего сравнения	Имеется достаточное количество компаний-аналогов или сделок на целевом рынке, позволяющих определить значение оценочного мультипликатора
Все методы, использующие оценочные мультипликаторы, получаемые по компаниям-аналогам для последующего сравнения	Имеется достаточное количество компаний-аналогов или сделок на целевом рынке, позволяющих определить значение оценочного мультипликатора
Позволяет учесть риск инвестиций	Не учитывается в расчетах та составляющая дохода, которая непосредственно связана со стоимостью активов

Вне зависимости от того, рассчитана ли стоимость бизнеса методами, базирующимися на прогнозе денежных потоков на будущие периоды, или же за основу взяты ретроспективные данные, итоговая оценка должна учитывать ряд важных переменных. Их относительная важность может

быть различной в зависимости от конкретной ситуации. К таким переменным параметрам, которые следует учитывать при окончательном принятии решения о стоимости бизнеса, относятся:

- финансовое положение оцениваемого предприятия;
- ликвидность оцениваемой доли или бизнеса (компании) в целом;
- принятые положения, ограничивающие права собственности;
- размер оцениваемой доли;
- наличие голосующих прав (благодаря владению пакетом обыкновенных акций);
- наличие специальных привилегий.

Сумма стоимостей отдельных пакетов акций (долей бизнеса) может равняться или отличаться от стоимости предприятия в целом. В большинстве случаев сумма стоимостей отдельных пакетов (долей) меньше стоимости всего предприятия, если бы оно было приобретено одним покупателем. Этот факт объясняется тем обстоятельством, что владение предприятием, оцениваемым как единое целое, сопряжено с иными правами и экономическими интересами, чем сумма всех интересов, реализуемых на миноритарной (неконтролируемой) основе. Большинство корректировок базируется на использовании экспертных методов.

Если целью оценки бизнеса является определение ликвидационной стоимости компании, то применение рыночного метода (по типу компании аналога) и метода по исчислению дохода не имеет реального смысла. Между тем при оценке инвестиционной стоимости предприятия целесообразно использовать метод, основу которого составляет определение объема дохода.

После выполнения расчетов по нескольким выбранным методам получается соответствующее количество итоговых величин, характеризующих стоимость бизнеса. Выбор наилучшего результата решения должен бази-

роваться на взвешивании с помощью коэффициентов важности соответствующих критериев, свойственных каждому из примененных методов. Коэффициенты важности могут распространяться на такие критерии, которые наиболее полно характеризуют методы расчетов оценки стоимости бизнеса: характер бизнеса; характер активов данной компании; цель получения оценки; характер дальнейшего использования стоимости; степень полноты необходимых исходных данных, использованных в расчетах; достоверность (качество) исходных данных, использованных в расчетах по соответствующему методу.

Таким образом, окончательный выбор из полученных альтернативных вариантов решений, связанных с оценкой бизнеса, предполагает использование многоцелевого подхода.

Использование доходного подхода в РФ сопряжено с рядом сложностей:

- фондовый рынок характеризуется невысокой ликвидностью;
- постоянно изменяющаяся учетная ставка ЦБ РФ, которую часто принимают за безрисковую ставку;
- часто закрытым характером информации объектов собственности, которая отражает конечные экономические результаты их деятельности;
- наличием значительного числа искажений (с целью приукрашивания результатов деятельности или минимизации выплат по налогам);
- сравнительно высокие темпы инфляции, которые не позволяют использовать номинальные ставки инфляции, что значительно усложняет процесс получения прогнозных значений реальных ставок.

Следует особо отметить, что стоимость бизнеса, указанная в итоговом отчете, – это мнение независимого эксперта-оценщика, но не более того. Покупатель же имеет полное право с этим мнением не согласиться и в процессе переговоров предложить свою цену.

На Западе оценочная стоимость компании, как правило, незначительно отличается от цены заключаемой сделки. В российской действительности это расхождение достаточно часто составляет более 30%.

Для уточнения оценки стоимости бизнеса, полученной методом дисконтированного денежного потока, часто используется метод сравнения с компаниями аналогичного размера и специализации, чьи акции котируются на фондовом рынке (и, следовательно, имеют определенную рыночную цену).

Характеристика метода оценки стоимости бизнеса, определяемой на основе капитализации доходов. Метод капитализации является одним из вариантов доходного подхода к оценке стоимости бизнеса действующего предприятия.

Его целесообразно применять тогда, когда сохраняются стабильные условия использования имущества, будущие чистые доходы приблизительно равны текущим доходам или темпы их роста умеренные и вполне предсказуемые, отсутствуют первоначальные инвестиции и одновременно учитывается возврат капитала и дохода на капитал. При этом доход должен быть значительной положительной величиной.

Суть метода капитализации заключается в том, что определяется величина ежегодного дохода и соответствующая этому доходу ставка капитализации, на основе которых рассчитывается стоимость компании. Эта стоимость определяется как отношение чистого дохода к норме прибыли (капитализации).

В практике оценочной деятельности используется несколько методов определения коэффициента (ставки) капитализации.

1. Способ рыночной экстракции для *идентичных объектов*. Он основан на статистической обработке рыночной информации о величинах чистого операционного дохода и цен продажи аналогичных объектов собственности.

2. Способ рыночной экстракции для *разнородных объектов* применяется тогда, когда в качестве аналогов удается подобрать лишь достаточно далекие друг от друга по характеристикам объекты. В этом случае для определения коэффициента капитализации осуществляется анализ характеристик каждого такого объекта-аналога и рассчитывается степень «близости» его и оцениваемого объекта. Окончательное значение коэффициента капитализации (K_c) рассчитывается как средневзвешенная величина по степеням близости объектов-аналогов по формуле:

$$K_c = \frac{1}{n} \sum_{i=1}^n K_{ci},$$

где

K_{ci} - коэффициент капитализации i -го объекта собственности
($i = 1, \dots, n$).

K_c – коэффициент капитализации.

$$K_c = r_0 + r_1 + r_2 + r_3,$$

где

r_0 – безрисковая ставка;

r_1 – премия (надбавка) за риск, соответствующая вложению в данный актив;

r_2 – премия (надбавка) за низкую ликвидность активов;

r_3 – премия (надбавка) за достигнутый уровень менеджмента.

Практическое применение метода капитализации предусматривает выполнение следующих основных этапов [22]:

1. Проведение анализа финансовой отчетности, ее нормализация и трансформация (при необходимости).
2. Определение величины прибыли, которая будет капитализирована.
3. Расчет адекватной показателю прибыли ставки капитализации.
4. Определение предварительной величины стоимости бизнеса.
5. Внесение поправок, обусловленных наличием нефункционирующих (неиспользуемых) активов (если таковые имеются).

6. Проведение поправок на контрольный (мажоритарный) или неконтрольный (миноритарный) характер оцениваемой доли (например, представленной в виде пакета акций), а также за низкую ликвидность объекта собственности (если они необходимы).

Иллюстрация состава и содержания основных процедур, связанных с применением метода *капитализации доходов*, служит информация, представленная в табл. 3.9 [63].

Таблица 3.9

Состав и содержание основных процедур, связанных с применением метода капитализации

Шаг	Параметры и действия над ними
1	Подготовка (получение) финансовой отчетности за репрезентативный период (желательно не менее чем за 5 лет) Определение необходимости корректировки показателя дохода
2	Корректировка финансовой отчетности с целью устранения выявленных ошибок в исходных данных
3	Пересчет (расчет) местных и федеральных налогов на нормализованный (уточненный) доход, определенный на шаге 2. Результатом будет являться скорректированный чистый доход
4	Если потоком выгод, который предполагается капитализировать, является денежный поток, то сделайте дополнительные поправки к полученной на шаге 3 величине чистого дохода, чтобы перейти к валовому или чистому денежному потоку
5	Определите коэффициент капитализации для того потока доходов, который предстоит капитализировать. Часто таким денежным потоком является поток чистой прибыли, но вместе с тем мерой может быть валовый денежный поток или чистый денежный поток
6	Определите базовый период капитализации. В большинстве случаев за такой период принимается последний финансовый год или истекшие 12 месяцев; однако, подходящей базой может быть прогноз на ближайший год или средняя за несколько прошедших лет
7	Определите операционную стоимость компании (стоимость по результатам производственной деятельности) путем деления чистых доходов на коэффициент капитализации
8	Проверка результатов расчетов на соответствие здравому смыслу
9	Определение необходимости корректировки результатов расчетов на ликвидность, введение премии или скидки за контрольный (мажоритарный) или неконтрольный (миноритарный) пакет акций

Сформулирует основные достоинства и недостатки метода капитализации. Их знание необходимо для обоснования выбора целесообразных

методов оценки стоимости бизнеса, пригодных к использованию в конкретных условиях (табл. 3.10).

Таблица 3.10

Достоинства и недостатки метода капитализации

Достоинства	Недостатки
Достаточная простота в предусмотренной системе расчетов	Не применим к предприятиям, денежные потоки которых по годам резко отличаются друг от друга или являются отрицательными (т.е. имеет место систематический убыток)
Непосредственно отражает рыночную конъюнктуру	Не может быть использован для оценки стоимости предприятий, которые еще не запущены в эксплуатацию
Позволяет корректировать исходные и расчетные данные применительно к конкретной ситуации данного объекта собственности	Не предусмотрен учет стоимости материальных и материальных активов
–	Не применим к предприятиям, которые терпят постоянно убытки в результате своей операционной (производственной) деятельности, а также в связи с форс-мажорными обстоятельствами
–	Невозможно прогнозировать объемы прибыли в условиях достаточно высоких темпов инфляции; текущие же значения прибыли не могут реально отразить будущее финансовое положение предприятия
–	Наличие достаточно больших сложностей, встречающихся при получении информации, необходимой для расчета коэффициента капитализации, вследствие ее конфиденциальности (или являющейся коммерческой тайной)

Аналитическая оценка затратного подхода (на основе активов) и в его составе методов оценки стоимости бизнеса

Согласно Федеральному закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», утвержденному Правительством 6 июля 2001 г. № 519 дается следующая трактовка понятия затратного подхода [2].

Затратный подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для создание, изменения и утилизации объекта оценки, с учетом всех видов износа.

Затратный подход реализует *принцип замещения*, выражающийся в том, что покупатель не заплатит за готовый бизнес больше, чем за создаваемый объект той же самой полезности [5].

Американским обществом оценщиков предлагается несколько отличная характеристика понятия затратного подхода.

Затратный подход (или, иначе, на основе активов – asset based approach) – это общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используются один или более методов, основанных непосредственно на исчислении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств (стандарт BSV-IV).

Каждая из приведенных выше трактовок понятия «затратный подход» является вполне справедливой, однако в них по-разному расставлены акценты.

Теоретическую базу *затратного подхода* составляет *принцип замещения*. Суть его состоит в том, что актив стоит не больше, чем требующиеся затраты на замещение всех его составных частей.

В его составе присутствует два наиболее часто используемых метода (рис. 3.6).

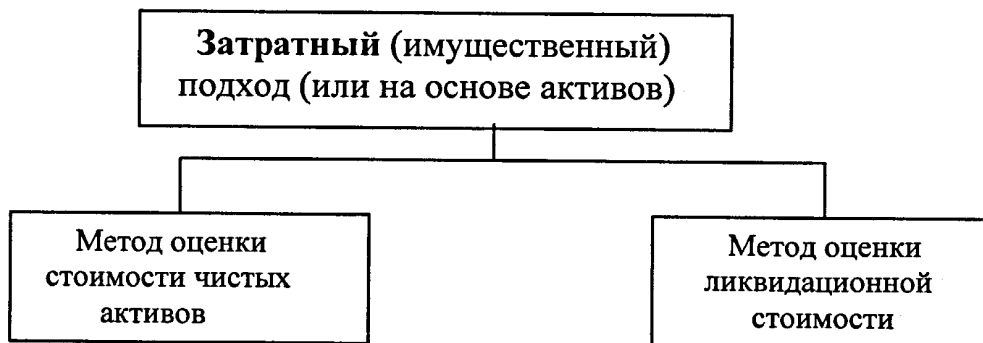


Рис. 3.6. Состав методов в составе затратном подходе

Стоимость предприятия зависит от того, какой потенциал накоплен им в предыдущий период (например, пятилетний) производственно-хозяйственной и инвестиционной деятельности. Важнейшей характеристикой этого потенциала является стоимость его активов.

Все объединяемые затратным (имущественным) подходом методы базируются на использовании одной информационной базы – *баланса предприятия*, в котором содержатся все необходимые данные об активах.

В зависимости от вида используемой балансовой стоимости возникают соответствующие наименования метода оценки стоимости бизнеса. Дадим им краткую характеристику.

Метод чистой балансовой стоимости – это наиболее простой метод оценки активов компании. Чтобы получить чистую балансовую стоимость активов, из стоимостной оценки актива баланса вычитают все краткосрочные и долгосрочные обязательства фирмы. В итоге определяется стоимость собственного капитала компании, т. е. значение чистой балансовой стоимости активов.

Метод скорректированной балансовой стоимости – включает в себя результат переоценки, который корректирует остаточную стоимость активов на фактор инфляции. При определении стоимости фирмы производится переоценка ее активов с введением полученного результата этой переоценки в баланс: со стороны активов – это сумма переоценки, со стороны пассивов – резерв переоценки. В результате определяется чистая, скорректированная балансовая стоимость, которая по своей сути является суммой собственного капитала компании и резерва переоценки.

При использовании *затратного подхода* стоимость объекта собственности в большинстве случаев определяется *методами замещения и восстановления*.

В случае оценки *методом замещения* находится стоимость объекта, имеющего характеристики, аналогичные оцениваемому объекту. Этот объ-

ект должен быть создан по современному проекту, с применением современных технологий, из современных материалов с использованием цен, установленных на дату оценки. Он приемлем для оценки материальных активов капиталоемких предприятий.

Метод определения восстановительной стоимости является подобием предыдущего метода. При использовании этого метода рассчитывают все затраты, необходимые для создания точной копии оцениваемой компании. В отличие от предыдущего, этот метод учитывает стоимость нематериальных активов, таких как авторские права, патенты, компьютерные программы и т. п.

В случае применения *затратного подхода* необходимо знать стоимость конкретных видов активов и обязательств.

Расчеты по методу чистых активов (при оценке действующего предприятия) выполняются по обобщенной формуле [39]:

$$C_{п} = A_{р} - O_{т},$$

где

$C_{п}$ – стоимость предприятия (собственного капитала);

$A_{р}$ – рыночная стоимость активов;

$O_{т}$ – текущая стоимость долговых обязательств.

Балансовая стоимость активов предприятия и его обязательств обычно не соответствует его рыночной стоимости вследствие имеющей место инфляции, изменений конъюнктуры рынка, используемых методов учета материальных ресурсов (ЛИФО, ФИФО, скользящей средней).

Метод чистых активов является наиболее простым методом оценки стоимости компании. Его теоретическую основу составляет *принцип вклада*. В соответствии с этим принципом могут быть рассмотрены альтернативные возможности использования актива предприятия:

1) если стоимость актива для бизнеса равна стоимости актива в использовании, то может быть принято решение о сохранении данного актива на балансе;

2) если стоимость актива для бизнеса равна чистой стоимости реализации актива, собственник может принять решение о продаже актива;

3) если стоимость актива для бизнеса равна чистым текущим затратам на замещение данного актива, собственник может заменить этот актив на другой, более эффективный.

Расчет стоимости бизнеса по методу чистых активов может проводиться для компаний, находящиеся: в состоянии прекращения деятельности; репрофилирования и банкротства.

При практической реализации затратного подхода на основе использования метода чистых активов составленный на основе затрат баланс предприятия заменяется балансом, в котором все активы – материальные и нематериальные – и все обязательства отражены по рыночной стоимости или по какой-либо другой подходящей текущей стоимости. При этом для каждого вида активов и обязательств целесообразно использовать свою методику оценки рыночной цены. Если применяются рыночная или ликвидационная стоимость, то необходимо учитывать затраты, связанные с продажей, и другие расходы (например, на демонтаж производственного оборудования).

Подход на основе активов следует рекомендовать также и для оценки контрольных пакетов акций в организациях бизнеса, которые включают в себя один или несколько следующих элементов:

- холдинговый бизнес;
- бизнес, оцениваемый на базе, отличной от концепции действующего предприятия.

Подход на основе активов не должен быть единственным подходом к оценке стоимости действующего предприятия. Если оценка проводится не

на основе концепции действующего предприятия, то активы должны оцениваться на базе рыночной стоимости или на базе, которая допускает ускоренный срок для выставления к продаже объекта на рынке. При этом типе оценки стоимости бизнеса должны учитываться все затраты, связанные с продажей активов или с закрытием бизнеса. Неосязаемые активы, такие как гудвилл, могут и не иметь стоимости, хотя другие неосязаемые активы, такие, как патенты, товарные знаки или брэнды, могут сохранять свою стоимость.

Если холдинговый бизнес просто держит имущество и получает инвестиционный доход от этого имущества, рыночные стоимости должны быть получены для каждого отдельного объекта имущества.

В том случае, если инвестиционный холдинговый бизнес, подлежащий оценке, представляет собой некий пакет ценных бумаг, которые котируются или не котируются на фондовом рынке, то целесообразно учитывать факторы, связанные с ликвидностью пакета и его принадлежность к категории контролируемого или миноритарного. Следствием такого учета ряда факторов будет являться отклонение от установленной рыночной цены за счет соответствующих премий или скидок.

Сформулирует основные достоинства и недостатки метода, основу которого составляют чистые активы. Их знание необходимо для обоснования выбора целесообразных методов оценки стоимости бизнеса, пригодных к использованию в конкретных условиях (табл. 3.11).

Таблица 3.11

Основные достоинства и недостатки метода оценки стоимости на базе чистых активов

Достоинства	Недостатки
1	2
В расчетах используется достаточно точная информация о текущем состоянии имущественного комплекса, что ограничивает субъективный фактор	Сфера применения ограничена новыми или недавно принятыми в эксплуатацию предприятиями
Пригоден к использованию в ситуациях, когда отсутствуют ретроспективные данные о прибылях и нет возможности определить перспективные денежные потоки	Не учитываются потенциальные возможности предприятия в получении прибыли или доходов в будущем, так как в расчетах используются исходные данные, ограниченные текущей деятельностью
Пригоден для оценки вновь возникших предприятий, холдинговых и инвестиционных компаний	Имеет место противоречие: акции компании котируются на бирже, имеют определенную стоимость, но при этом стоимость компании, оцененная методом чистых активов, является отрицательной (т. е. стоимость обязательств компании превышает стоимость ее активов)
Возможность подтвердить (аргументировать) результаты расчетов стоимости бизнеса документально	Требуются весьма большие затраты времени и средств на оценку чистых активов по предприятиям, занятым в производственной сфере
–	Получение преимущественно нижней границы стоимости (цены) бизнеса
–	Весьма затруднено получение числовой оценки дополнительных нематериальных активов (качество клиентской базы) и пассивов (потенциальные иски к компании), так как они не отражаются на балансе
–	Не учитывает особенностей функционирования предприятия как действующего комплекса, рассматривая его как совокупность разрозненных объектов

Стандартами оценочной деятельности [2] установлено вполне определенное понятие *ликвидационной стоимости имущества*. При этом понятие *ликвидационной стоимости*, законодателем не отождествляется со стоимостью имущества, имеющей место при ликвидации. Согласно п. «ж» Ст. 3 вышеназванных стандартов ликвидационная стоимость объекта оценки – это стоимость объекта оценки, если объект оценки должен быть

отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов. Ликвидация должника не является основанием считать, что определение стоимости его имущества всегда связана с понятием ликвидационной стоимости собственности. Это утверждение основано на том, что ликвидация должника может быть *добровольной*. В этом случае должник не будет связан ограниченным сроком реализации своего имущества. Определение его стоимости будет являться результатом оценки со стороны рынка. Кроме того, даже в случае принудительной ликвидации собственника установленные законом сроки могут быть достаточными для реализации отдельных видов имущества по рыночной цене.

Расчеты согласно методу ликвидационной стоимости ведутся по формуле:

$$C_n = A_p - O_t - Л,$$

где

A_p – рыночная стоимость активов;

O_t – текущая стоимость долговых обязательств;

Л – затраты, связанные с ликвидацией объекта собственности.

Суть метода *ликвидационной стоимости* отражено в его названии. К оценке предприятия по ликвидационной стоимости обращаются обычно тогда, когда бизнес не приносит удовлетворительного по объему дохода и не имеет перспектив развития. Предприятие прекращает свои операции, распродает материальные, а если есть и нематериальные активы и погашает все свои обязательства. Следует также учитывать уменьшение стоимости за счет ликвидационных расходов. При этом определяющее значение для оценки стоимости бизнеса, который подлежит ликвидации, имеет тот резерв времени, которое отпущено на продажу активов на рынке недвижимости. В случае ускоренной продажи активов предприятия при его ликвидации получают нижний уровень стоимости оцениваемого бизнеса. Наличие резерва времени в условиях упорядоченной ликвидации позволяет

продать активы по их рыночной стоимости. В этом случае рекомендуется процесс упорядочения активов осуществлять по заранее разработанному календарному графику работ. Такой календарный график необходим для максимизации выручки от продажи активов предприятия и наиболее полного удовлетворения требований кредиторов.

На оценке текущей стоимости активов базируются *метод стоимости замещения*. Метод замещения позволяет получить ответ на вопрос: сколько денежных средств потребуется для того, чтобы сейчас начать такой же бизнес и достичь аналогичного положения на рынке. Метод включает в себя определение экономической стоимости имущества предприятия путем установления стоимости замещения оцениваемой собственности с учетом поправок на ее функциональный, экономический и физический износ.

Чистая стоимость замещения актива (ЧСЗ) определяется из следующего выражения:

$$\text{ЧСЗ} = \text{Ц}_a - \text{И}_{\text{фу}} - \text{И}_э - \text{И}_ф,$$

где

ЧСЗ – чистая стоимость замещения актива;

Ц_a – цена аналогичных активов на рынке;

$\text{И}_{\text{фу}}$ – числовая оценка уровня функционального износа;

$\text{И}_э$ – числовая оценка уровня экономического износа;

$\text{И}_ф$ – числовая оценка уровня физического износа.

Рассматриваемый метод используется для определения стоимости отдельных нематериальных активов – авторских прав, компьютерного программного обеспечения, патентов и других. Он целесообразен к использованию в системе страхования.

В составе затратного подхода применяются и *комбинированные методы* оценки стоимости бизнеса. Одним из таких методов является *метод выигрыша в себестоимости*.

Метод выигрыша в себестоимости содержит элементы как затратного, так и сравнительного подходов. Стоимость нематериального актива в случае применения этого метода определяется экономией на затратах в результате использования этих активов. Этот метод применим и в тех случаях, когда из нескольких альтернативных бизнесов необходимо выбрать наилучший.

Получаемые объемы прибыли по альтернативным вариантам приводятся к начальному периоду, т. е. к началу оценки с помощью коэффициента дисконтирования.

Расчет величины стоимости оцениваемого нематериального актива ($\Delta\Pi$) выполняется по формуле:

$$\Delta\Pi = \Pi_2 - \Pi_1,$$

где

Π_2 – прибыль, получаемая без использования интеллектуальной собственности;

Π_1 – прибыль, получаемая с использованием интеллектуальной собственности;

Π_1 и Π_2 определяются по общей формуле:

$$\Pi = \sum_{i=1}^m (C_{ij} - C_{ij}) \cdot \frac{N_{ij}}{(1 + r_j)^n}, \quad (i=1, \dots, m; j=1, \dots, n)$$

где

C_{ij} – цена единицы i -го товара по j -му году, руб.;

C_{ij} – себестоимость единицы i -го товара по j -му году, руб.;

N_{ij} – объем производства i -го товара по j -му году, шт.;

r_j – ставка дисконта;

Метод выигрыша в себестоимости неприменим в случае выпуска новых видов товаров.

При оценке стоимости бизнеса, как и при оценке любого другого вида собственности, необходимо применять несколько (по возможности не менее трех) методов для получения наиболее достоверного результата.

Завершающим этапом оценки является согласование результатов полученных различными методами. Все использованные методы взвешиваются относительно друг друга и на основании этого им присваиваются весовые коэффициенты. Иногда значимость одного из методов будет намного превосходить остальные и соответственно максимальный вес получит величина стоимости, определенная этим методом. Однако, вероятнее всего, придется определить весовое соотношение между подходами, которые наиболее применимы к оценке данного предприятия. Чтобы определить достоверность каждого из методов, эксперт-оценщик должен оценить с различных сторон. Если заказчик оценки является продавцом, то заключение рассматривается с точки зрения покупателя и наоборот.

В дополнение оценщик может проверить достоверность заключения, убедительно раскрыв его экономический смысл. После того как оценщик пришел к заключению, которое является логически обоснованным, количественно правильным, и выдерживает проверку на экономический или просто здравый смысл, нужно составить отчет.

Применяемые в мировой практике методы оценки позволяют определять рыночную стоимость достаточно быстро и достоверно. Среди них необходимо выделить наиболее универсальный и эффективный метод – это метод прямого сравнения продаж. Зная стоимость аналогичного имущества, оценщик может произвести предварительную оценку в течение нескольких минут, что может быть выгодно для обеих сторон. Он используется весьма широко в большинстве развитых стран мира. Однако в Россия

его применение существенно ограничено объемом накопленной статистической (ретроспективной) информации о продажах бизнеса.

Аналитическая оценка рыночного (сравнительного) подхода к определению стоимости бизнеса

Согласно Федеральному закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» [1] дается следующая трактовка понятия сравнительного (рыночного) подхода.

Сравнительный (рыночный) подход – совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними

Американским обществом оценщиков предлагается подобная характеристика понятия сравнительного (рыночного) подхода.

Рыночный подход (сравнительной оценки) (market approach) – это общий способ определения стоимости предприятия или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на сравнении данного предприятия с аналогичными ранее проданными капиталовложениями (стандарт BSV-VI).

Сравнительный подход основан на сравнении рассматриваемого бизнеса с аналогичными бизнесами, которые были ранее проданы на открытом рынке имущества. Источниками исходных данных, необходимых для применения этого подхода, являются открытые фондовые рынки, рынок поглощений, и имевшие место сделки с собственностью в предыдущие периоды.

Для целей управления стоимостью компании этот подход обычно не используется.

В зависимости от наличия и доступности информации, характеристик объекта оценки, предмета и условий предполагаемой сделки в рамках

сравнительного (рыночного) подхода применяются следующие методы (рис. 3.7).

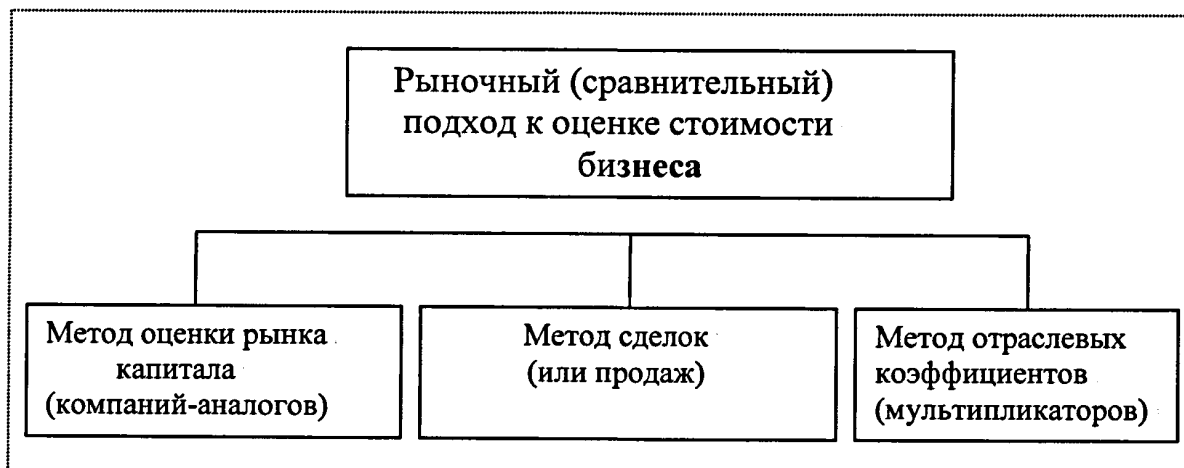


Рис. 3.7. Состав методов в составе рыночного подхода

Метод ранка капитала (метод компании-аналога) основан на рыночных ценах акций сходных компаний, которые сформировались на фондовом рынке. В результате базой для сравнения служит цена на одну акцию. При этом цена одной акции меняется в зависимости от величины приобретаемого пакета – контрольного или неконтрольного. Этот метод основывается на финансовом анализе оцениваемой компании и сопоставимых компаний. При отборе компаний-аналогов учитываются следующие признаки сопоставимости: тождество производимой продукции; тождество объема и качество производимой продукции; идентичность изучаемых периодов; тождество стадий развития компаний (например, стадий роста или упадка) и размеров производственной мощности; сопоставимость стратегий развития компаний; равная степень учета климатических и территориальных различий и особенностей; сопоставимость финансовых характеристик компании;

Важная составляющая часть оценки по данному методу – анализ финансового положения компаний и сопоставление. Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и непосредственно на компании. Система аналитических пока-

зателей и критериев сравнения, используемых при анализе финансового положения компании, также как и методология оценки стоимости компании в целом, зависит от цели оценки.

Определение рыночной стоимости собственного капитала компании сравнительным методом основано на использовании ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой компании или акции и финансовой базы. Финансовая база оценочного мультипликатора является измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности компании, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие [22. С. 90].

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога, – это позволяет получить числовое значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыли, выручку от реализации, стоимость чистых активов) за определенный период, или по состоянию на дату оценки – это позволяет получить числовое значение знаменателя.

Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки.

В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние двенадцать месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

Выбор наиболее целесообразного из них определяется в каждой конкретной ситуации.

При оценке стоимости бизнеса для получения объективных данных рекомендуется применять несколько мультипликаторов одновременно.

Для обеспечения достоверности результатов оценки методом рынка капитала оценщик должен обеспечить репрезентативность выбора аналогов объекта оценки. Применение метода рынка капитала (компания-аналога) допускается в случае использования как минимум трех аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору.

Использование данного метода сопряжено с выбором компании-аналога. Дело в том, что на российском рынке отсутствует достаточный статистический массив для получения необходимой информации.

Метод рынка капитала ориентирован на оценку предприятия действующего, которое и в дальнейшем не намерено прекращать свою предпринимательскую деятельность. Его целесообразно использовать (равно как и метод сделок) в тех случаях, когда имеется достаточное количество аналогов, а в мультипликаторах знаменатель является положительным числом.

Метод сделок или метод продаж исходит из необходимости определения стоимости готового бизнеса или контрольного (мажоритарного) пакета акций компаний-аналогов. Цена акций принимается по результатам сделок на фондовых рынках. В основе этого метода лежит определение мультипликаторов на базе финансового анализа и прогнозирования. Финансовый анализ и сопоставление показателей осуществляется так же, как и в методе рынка капитала. Метод сделок применим для случая, когда инвестор намеревается закрыть предприятие или существенно сократить объем выпуска продукции. Главное отличие метода сделок (продаж) от метода рынка капитала заключается в то, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять компанией, тогда как второй определяет стоимость компании на уровне неконтрольного пакета [22. С. 88]. Как и в методе рынка капитала, при использовании данного метода необходимо вносить поправки к стоимости

компании, полученной с помощью мультипликаторов, на неоперационные активы, на избыток (недостаток) собственных средств, на страновой риск.

Метод отраслевых коэффициентов (мультипликаторов) именуется еще методом отраслевых соотношений или правилом «золотого сечения». Он ориентирован на использование в соответствующей отрасли заранее рассчитанных соотношений (зависимостей) между ценой и определенными производственно-экономическими (финансовыми) показателями. Отраслевые коэффициенты рассчитываются на основе достаточно длительных статистических наблюдений за ценой продаваемых предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми показателями. В результате были получены весьма простые формулы расчета стоимости оцениваемого предприятия. Процесс установления конечной величины стоимости компании включает в этом случае три этапа: выбор величины мультипликатора; взвешивание промежуточных результатов расчетов с помощью коэффициентов важности; внесение в окончательные итоги расчетов необходимых коррективов.

Этот метод в основном используется для оценки малых компаний и носит вспомогательный характер. Источником информации являются, как правило, данные специализированных отраслевых исследований (обзоров), составленных на основе анализа не менее чем половины компаний данной отрасли, сопоставимых по размеру с оцениваемой компанией.

В результате обобщения были разработаны достаточно простые формулы определения стоимости оцениваемой компании (табл. 3.12) [15–16].

Таблица 3.12

Числовые оценки стоимости предприятий в сферах малого бизнеса в зависимости от ключевых показателей (зарубежный опыт) [15. С.

133]

Вид бизнеса	Рыночная стоимость бизнеса
Рекламные агентства	0,7 от годового объема выручки
Бухгалтерские фирмы	0,5 от годового объема выручки
Рестораны	0,25–0,5 от объема валовой выручки
Туристические агентства	0,04–0,1 от объема валовой выручки
Заправочные станции	1,2–2,0 от объема валовой выручки
Предприятия розничной торговли	0,75–1,5 от суммы, включающей величину чистого дохода плюс стоимость оборудования плюс стоимость запасов
Машиностроительные предприятия	1,5–2,5 от суммы, включающей величину чистого дохода плюс стоимость запасов

«Золотое правило» оценки некоторых отраслей гласит: покупатель не заплатит за предприятие более 4-кратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения» [15. С. 134]. На представляется, что данное утверждение в значительной мере является субъективным. Оно не учитывает ни объемы прибыли и денежного оборота, ни гудвилл, ни стоимость торговой марки, значения которых могут составлять весьма большой удельный вес в цене сделки (продажи) (от 30 до 60% и более). Кроме того, невозможным является учет предстоящих изменений вокруг объекта продажи, которые в состоянии оказать большое влияние на рост стоимости бизнеса. Например, вблизи с бензозаправочной станцией, которая выставляется на продажу, предполагается построить в ближайшей перспективе автомагистраль, что приведет к росту клиентуры и соответственно объема продаж.

В отечественной практике этот метод пока не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой статистической информации, требующей длительного периода накопления и обобщения.

Оценочные мультипликаторы представляют собой определяемые рынком множители, используемые для получения стоимости бизнеса или доли собственности. Например, коэффициент цена компании/прибыль,

равный 4, соответствует коэффициенту капитализации, равному 25%. Наиболее распространены на практике такие мультипликаторы:

В составе *мультипликаторов* фигурируют:

- цена компании/ прибыль до вычета процентов по кредиту и налогов;
- цена компании/ валовая прибыль;
- цена компании/чистая прибыль;
- цена компании/чистая прибыль + амортизация;
- цена компании/ валовый поток денежных средств;
- цена компании/дивидендные выплаты;
- цена/выручка от реализации товаров или услуг.
- цена компании/чистая стоимость активов;
- цена/балансовая стоимость собственного капитала.

Выбор наиболее уместного мультипликатора определяется в каждой конкретной ситуации.

Мультипликатор цена/валовые доходы более применим, когда оцениваемая и сопоставимые компании имеют сходные операционные расходы. В основном это компании сферы услуг.

Мультипликатор цена/прибыль до налогообложения более предпочтителен для сопоставления компаний, имеющих различные налоговые условия.

Мультипликатор цена/чистая прибыль может применяться в тех случаях, когда прибыль относительно высока и отражает реальное экономическое состояние предприятия.

Мультипликатор цена/денежный поток приемлем к применению тогда, когда компания имеет относительно низкий доход, сравниваемый с амортизацией.

Мультипликатор цена/балансовая стоимость собственного капитала применим к компаниям, имеющим на балансе значительные по объему активы, и когда имеется устойчивая связь между показателем балансовой стоимости и регулярно получаемым компанией доходом.

Мультипликаторы *цена/прибыль* и *цена/денежный поток* наиболее широко распространены для определения стоимости предприятия, так как информация о прибыли оцениваемой предприятия и предприятий-аналогов является наиболее доступной. При оценке стоимости бизнеса для получения более объективных данных рекомендуется применять несколько мультипликаторов одновременно.

Завершающим этапом применения данного подхода к оценке стоимости компании является умножение соответствующего показателя оцениваемой компании на мультипликатор компании-аналога. Если используется несколько мультипликаторов необходимо определить удельный вес каждого результата и сделать окончательный вывод.

Пример. Пусть известна информация в отношении стоимости одной акции, соответствующей разным мультипликаторам, а также удельный вес каждого из них (табл. 3.13)

Таблица 3.13

Взвешивание предварительно определенной стоимости одной акции

Мультипликатор	Стоимость одной акции	Удельный вес мультипликатора	Итого
Цена/чистая прибыль	12	0,5	6
Цена/денежный поток	15	0,3	4,5
Цена/балансовая стоимость	16	0,2	3,2
Итоговая величина стоимости			13,7

Итоговая величина стоимости, рассчитанная в результате применения мультипликаторов, должна быть при необходимости откорректирована. Эта корректировка может быть обусловлена необходимостью учета премии или скидки за владение соответственного контрольного и неконтрольного пакета акций, низкую их ликвидность и т. п.

Оценочные мультипликаторы определяются на основе накапливаемых статистических данных по сопоставимым предприятиям (компаниям) по различным отраслям национальной экономики. Перечисленные выше мультипликаторы применимы для определенного денежного потока доходов или иной переменной, характеризующей предприятие (или долю его собственности), которая должна быть подвергнута оценке. Например, эксперт-оценщик составляет перечень сравниваемых предприятий и затем определяет для них соотношение цена предприятия/прибыль. Этот мультипликатор может быть отнесен к величине прибыли данного предприятия для оценки его стоимости. Согласно *принципу достоверности* исходных данных необходимо, чтобы показатель прибыли должен быть измерен точно таким же способом и для того же периода времени как для оцениваемого предприятия, так и сравниваемых с ним аналогов. Такими отрезками времени могут быть: перспективные оценки на ближайший год, оценки на любые 12 месяцев или средневзвешенные оценки для какого-либо количества лет в базисном периоде. На практике сравниваемые компании обычно значительно различаются между собой. Поэтому необходимой процедурой является корректировка стоимостных (оценочных) коэффициентов, полученных в результате сравнения, с учетом размеров ожидаемого роста, финансового риска и других факторов.

Иллюстрация расчета стоимости предприятия по методу цена/доход

Стоимость предприятия в этом случае определяют путем умножения дохода, которым располагает предприятие по бухгалтерскому балансу, на отношение цены его акции к дивиденду, приходящемуся на одну акцию. Стоимость предприятия (C_n) в этом случае равна капитализированной стоимости всех его акций:

$$C_n = П \cdot \frac{Ц_p}{D_{акц}}$$

где

Π – доход (прибыль) предприятия в данном году, руб.;

Π_p – рыночная цена обыкновенной акции, руб.;

$D_{акц}$ – дивиденд, выплаченный на одну обыкновенную акцию в данном году, руб.

Этот метод целесообразно применять в отношении тех акционерных обществ, акции которых регулярно продаются и покупаются на фондовом рынке (т. е. имеют устойчивую биржевую котировку).

Вследствие отсутствия одинаковых компаний диапазон величин одного и того же мультипликатора по компаниям аналогам бывает достаточно широким. Экстремальные величины удаляются из полученного ряда. Затем определяется среднее значение мультипликатора по группе компаний аналогов. В итоге устанавливается величина, которая рекомендуется для расчета стоимости оцениваемой компании.

В настоящее время метод отраслевых коэффициентов достаточно проблематично применить в РФ в связи с отсутствием представительной статистической ретроспективной информации. Этот метод ориентирован в основном на оценку предприятия действующего, которое и в дальнейшем намерено продолжать свою работу.

Общепринятыми источниками использования необходимых исходных данных, используемыми в рыночном подходе, являются открытые фондовые рынки, на которых осуществляется продажа долей собственности на аналогичные бизнесы, рынок поглощений, на котором осуществляется продажа бизнесов целиком, и предыдущие сделки с собственностью рассматриваемого бизнеса.

Аналогичные бизнесы должны относиться к той же самой отрасли, что и рассматриваемый бизнес, или к отрасли, которая адекватным образом реагирует на те же экономические переменные.

Таким образом, благоприятными условиями для применения методов сравнительного подхода являются: наличие активного функционирующего фондового и финансового рынков; доступность и достоверность исходной информации, которая обращается на финансовом рынке; наличие специализированных организаций, накапливающих необходимую ценовую и финансовую информацию.

К факторам, которые должны учитываться при рассмотрении вопроса о существовании разумной основы для сравнения, относятся:

- сходство с рассматриваемым бизнесом с точки зрения качественных и количественных характеристик;
- объем и возможности проверки данных по аналогичному бизнесу;
- принадлежность цены аналогичного бизнеса к цене коммерческой сделки.

Сформулирует основные достоинства и недостатки сравнительного (рыночного) подхода. Их знание необходимо для обоснования выбора целесообразных методов оценки стоимости бизнеса, пригодных к использованию в конкретных условиях рынка (табл. 3.14).

Таблица 3.14

Достоинства и недостатки сравнительного (рыночного) подхода к оценке стоимости бизнеса

Достоинства	Недостатки
1	2
Простота расчетов и соответственно быстрое получение итоговых результатов	Не способен учесть будущую стоимость предприятия
Рассчитываемая стоимость бизнеса достаточно точно отражает достигнутые результаты деятельности предприятия	Использование зачастую недостоверной информации о предприятиях-аналогах, что прямо отражается на точности расчетов
Цена сделки достоверно характеризует сложившуюся ситуацию на рынке	Наличие весьма больших трудностей при сборе необходимой информации из-за слабого развития отечественного фондового рынка

1	2
Возможность использования ретроспективной информации о купле-продаже как для контрольного пакета акций, так и неконтрольного	Значительные трудности, связанные с выделением такой составляющей стоимости бизнеса, какой является гудвилл, торговая марка и т. п.
Получение достаточно обоснованной (аргументированной) стоимости бизнеса	Весьма сложно определить уровни инфляции и риска, которые были характерны для каждой ранее реализованной компании или ее доли
Возможность определения чувствительности стоимости бизнеса от ключевых факторов стоимости, а впоследствии учет результатов исследования для принятия окончательного решения	Достаточно сложно с необходимой точностью определить влияние на цену проданного ранее предприятия уровня инфляции, действовавшего на момент продажи
--	Невозможно установить, какие гарантии и компенсации были предоставлены продавцом, какие конкретно условия были предоставлены или получены
-	Достаточно сложно установить принадлежность ранее совершенной сделки к мажоритарному или миноритарному пакету акций, что прямо обуславливает величины премии за контроль и скидки за его отсутствие
--	В ретроспективной информации о продажах и сделках обычно не отражаются чрезвычайные ситуации (форс-мажорные обстоятельства), в условиях которых они были осуществлены

3.4. Обоснование выбора типичного предприятия-аналога на основе многоцелевого подхода

Как было отмечено выше, основополагающим условием применения для оценки стоимости бизнеса метода продаж (сделок) является поиск наиболее подходящего предприятия-аналога, которое было продано раньше на рынке.

Применение в рамках сравнительного (рыночного) подхода метода предприятий-аналогов представляется исключительно актуальным по следующим соображениям. В отечественных условиях имеют место значи-

тельные колебания курса акций (голубых фишек) ведущих компаний (по акциям РАО ЕС в 2001–2002 годах наблюдалось двойное и тройное различие курсовых стоимостей), сравнительно небольшой срок обращения этих акций на фондовой бирже, а также высокая вероятность манипулирования рыночной стоимостью акций крупными держателями пакетов, что является следствием недостаточной защиты прав мелких акционеров в российском законодательстве.

Подбор предприятия-аналога должен осуществляться по двум группам факторов (показателей). Первая группа факторов общего плана должна соблюдаться в первую очередь на этапе проведения такого анализа. Вторая группа показателей предприятий одной и той же отрасли относится к категории финансово-экономических.

Их соблюдение необходимо после того, как найдены предприятия-аналоги, удовлетворяющие первой группе факторов.

В составе первой группы ключевых факторов (признаков) могут фигурировать следующие:

- сходство производимой продукции в рамках одноименной отрасли;
- соответствие объема и качества выпускаемой продукции;
- идентичность рассматриваемых периодов;
- тождество стадий развития предприятий (рост, зрелость, упадок);
- примерное равенство производственных мощностей;
- сопоставимость используемых стратегий развития предприятий;
- сопоставимость экономических и финансовых показателей деятельности предприятий;
- сходство климатических условий и территориальных расположений предприятий.

Состав ключевых показателей (факторов) второй группы характеризуется достаточно большим многообразием. К примеру, в составе этой

группы могут присутствовать следующие показатели (ключевые факторы стоимости бизнеса):

- ◆ объем валовой прибыли;
- ◆ объем чистой прибыли;
- ◆ объем чистой прибыли, приходящийся на обыкновенную акцию;
- ◆ объем реализуемых услуг;
- ◆ совокупные текущие затраты;
- ◆ уровень уплачиваемых дивидендов на акцию;
- ◆ объем привлекаемых инвестиций;
- ◆ доля завоеванного рынка и др.

Перечисленными выше показателями все их многообразие не исчерпывается. В каждом конкретном случае состав показателей второй группы устанавливается экспертом-оценщиком самостоятельно.

Известно, что проданные на рынке компании практически всегда достаточно существенно различаются между собой по ключевым параметрам стоимости бизнеса. Найти абсолютно одинаковых проданных компаний не представляется возможным.

В таком случае для получения обоснованной стоимости предприятия, выставяемого на продажу, и оцениваемого с помощью метода сделок (продаж) принципиальное значение имеет поиск такого ранее проданного на рынке предприятия-аналога, ключевые параметры которого в наибольшей мере соответствовали бы первому.

Для решения этой задачи предлагается использовать многоцелевой подход, который предлагается реализовать с помощью метода анализа иерархий (МАИ).

Метод анализа иерархий (МАИ), разработанный Т. Саати, позволяет решать практические задачи многокритериальной оптимизации с любым количеством критериев оптимальности [49]. Целесообразность его практи-

ческого использования обусловлена наличием достаточно большого количества преимуществ:

- 1) он совмещает в себе достоинства аналитических и экспертных методов;
- 2) обеспечивает реализацию наиболее эффективного способа оценки количественно неизмеримых, но вместе с тем важных факторов для принятия обоснованных решений;
- 3) не предусматривает введения ограничения на транзитивность (метод работает с несогласованными суждениями и не требует, чтобы предпочтения потребителей или ЛПР соответствовали аксиомам полезности);
- 4) позволяет сводить исследования сложных проблем к достаточно простой процедуре проведения последовательно попарных сравнений;
- 5) не предполагает прямого определения коэффициентов важности (весомостей) по показателям, используемым для оценки качества решения задачи;
- 6) сравнительно прост в реализации, а также не требует больших финансовых и временных ресурсов на проведение необходимых расчетов;
- 7) позволяет решать задачи с неограниченным количеством критериев.

Практическая иллюстрация к выбору типичного предприятия-аналога из числа ранее проданных на рынке по методу анализа иерархий

Проиллюстрируем на практическом примере последовательность расчетов по многокритериальному методу анализа иерархий (МАИ).

Допустим, что получены три варианта компаний мобильной связи, проданных на рынке. Их особенностью является то, что акционерам не выплачивались дивиденды.

1. Поставим перед собой цель – выбрать типичный вариант предприятия аналога.

2. Определимся с составом критериев (параметров), которым должен удовлетворять наилучший вариант предприятия-аналога (на рис. 3.8 они представлены под номерами 1–6). Как видим, задача выбора типичного предприятия-аналога является многокритериальной.

3. Представим данную проблему в виде иерархии (рис. 3.8).

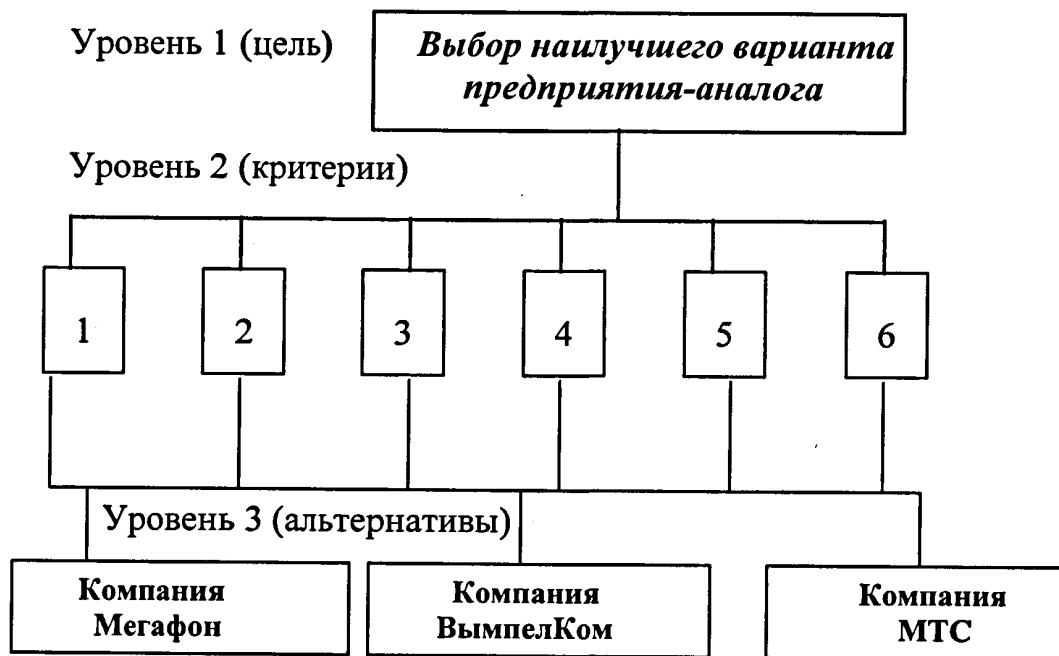


Рис. 3.8. Декомпозиции задачи, связанной с выбором из трех проданных на рынке предприятий типичного предприятия-аналога

Принятые обозначения критериев (параметров сравнения) на приведенном выше рисунке:

- 1 – Объем валовой прибыли.
- 2 – Объем реализуемых услуг.
- 3 – Совокупные текущие затраты.
- 4 – Объем чистой прибыли на одну обыкновенную акцию.
- 5 – Объем привлекаемых инвестиций.
- 6 – Доля завоеванного рынка.

Приведем краткую характеристику вариантов проданных на рынке компаний-аналогов.

Альтернатива – компания Мегафон. Компании Мегафон соответствует сравнительно небольшой объем реализуемых услуг, имеет место близкие к среднеотраслевым текущие затраты, ниже среднего объем чистой прибыли, приходящийся на одну обыкновенную акцию, достаточно значительный объем привлекаемых инвестиций, сравнительно небольшая доля завоеванного целевого рынка, сравнительно невысокий объем получаемой валовой прибыли.

Альтернатива – компания ВымпелКом. Она выступает на рынке сотовой связи под торговой маркой «Би Лайн GSM». ВымпелКом стал первой российской компанией, включенной в листинг Нью-йоркской фондовой биржи (NYSE). Акции Компании котируются на NYSE под символом VIP. Компании ВымпелКом отвечает высокая по объему прибыль, достаточно большой объем реализуемых услуг, не ниже среднего объем чистой прибыли на одну обыкновенную акцию, вполне приемлемый объем привлекаемых инвестиций, доля занимаемого рынка оценивается как средняя, совокупная текущие затраты достаточно большие.

Альтернатива – компания МТС (Мобильные ТелеСистемы). Компании МТС соответствует достаточно высокая валовая прибыль, сравнительно низкие текущие затраты, достаточно большой объем чистой прибыли, приходящийся на одну обыкновенную акцию, достаточно большой объем привлекаемых инвестиций, сравнительно высокая доля завоеванного целевого рынка (второе место после компании «Вымпелком»).

Для проведения субъективных парных сравнений автором метода МАИ разработана наиболее подходящая для общего случая шкала [49]. Она исходит из необходимости применения соответствующих вербально-числовых оценок. Содержание этой шкалы приведено в табл. 3.15.

Шкала относительной важности сравниваемых элементов

Интенсивность относительной важности	Определение	Объяснения
1	Равная важность	Равный вклад двух видов деятельности в цель
3	Умеренное превосходство одного над другим	Опыт и суждения дают легкое превосходство одному виду деятельности над другим
5	Существенное или сильное превосходство	Опыт и суждения дают сильное превосходство, что оно становится практически значительным
9	Очень сильное превосходство	Очевидность одного вида деятельности над другим подтверждается наиболее сильно
2, 4, 6, 8	Промежуточные решения между двумя суждениями	Применяются в компромиссном случае
Обратные величины приведенных выше чисел	Если при сравнении одного вида деятельности с другим получено одно из вышеуказанных чисел (например, 3), то при сравнении второго вида деятельности с первым получим обратную величину (т.е. 1/3)	—

Эффективность использования приведенной выше шкалы доказана как теоретически, так и большим практическим опытом ее применения при решении многокритериальных задач в различных сферах бизнеса.

На основании изложенной выше вербальной информации и шкалы относительной важности сравниваемых критериев (параметров) заполним числовыми характеристиками матрицу попарных сравнений для уровня 2 (табл. 3.16).

Выбор наилучшего варианта предприятия-аналога: матрица попарных сравнений для уровня 2

Параметры	1	2	3	4	5	6
1	1	2	3	5	4	2
2	1/2	1	4	7	8	1/2
3	1/3	1/4	1	7	5	3
4	1/5	1/7	1/7	1	4	1/8
5	1/4	1/8	1/5	1/4	1	1/6
6	1/2	2	1/3	8	6	1

Синтез приоритетов. На этом этапе ЛПР представил задачу в виде иерархической структуры, составил матрицу и выразил количественно субъективные парные суждения. Все приведенные в матрицах цифры означают нечто конкретное. На их основе надо выбрать наилучший вариант предприятия-аналога, у которого числовые оценки исследуемых критериев представлены наиболее полно.

Ниже описывается, каким образом сочетаются иерархическая декомпозиция и шкала относительной важности для получения осмысленных подходов к многокритериальной проблеме выбора наилучшего (наиболее типичного) предприятия-аналога. Это обеспечивается посредством осуществления процедуры синтеза локальных приоритетов.

Синтез: локальные приоритеты. Из группы матриц парных сравнений формируем набор *локальных* приоритетов, которые выражают относительное влияние множества элементов на элемент примыкающего сверху уровня. Находим относительную величину, ценность или вероятность каждого отдельного объекта через «решение» матриц, каждая из которых обладает обратно симметричными свойствами. Для этого нужно вычислить множество собственных векторов для каждой матрицы, а затем нормализовать (привести к безразмерному виду) результат, получая тем самым вектор приоритетов.

Вычисление собственных векторов – это сложная задача. Одним из наилучших способов является определение геометрической средней. Это можно сделать, перемножая элементы в каждой строке и извлекая корни n -й степени, где n – число элементов. Полученный таким образом столбец чисел нормализуется путем деления каждого числа на сумму всех чисел. Другой способ заключается в нормализации элементов каждого столбца матрицы и затем в усреднении каждой строки. Таким образом, можно определить не только порядок приоритетов каждого отдельного элемента, но и величину его приоритета.

После того, как компоненты собственного вектора получены для всех n строк, становится возможным их использование для дальнейших вычислений.

Следующий этап вычислений связан с нормализацией с целью получение соответствующих оценок вектора приоритетов.

На последующем этапе предусмотрена проверка уровня согласованности локальных приоритетов.

Согласованность локальных приоритетов. Важным элементом расчетов по МАИ является определение так называемого индекса согласованности (ИС). Он дает информацию о степени нарушения численной (кардинально) и транзитивной (порядковой) согласованности.

Индекс согласованности в каждой матрице и для всей иерархии может быть приближенно получен вычислениями вручную.

Порядок его определения заключается в следующем. Сначала проводится суммирование элементов по каждому столбцу, затем сумма первого столбца умножается на величину первой компоненты нормализованного вектора приоритетов, сумма второго столбца – на вторую компоненту и т.д. Полученные числа суммируются. Таким образом, можно получить величину, которую обозначим как L_{\max} .

Формула индекса согласованности (ИС) выглядит так;

$$ИС = (L_{max} - n) / (n - 1),$$

где n – количество сравниваемых элементов (оно равно числу критериев оптимальности).

Далее сравним каждую полученную величину с той, которая получилась бы при случайном выборе количественных суждений из шкалы 1/9; 1/8; 1/7, ..., 1; 2, ..., 9, но при образовании обратно симметричной матрицы. Автором МАИ рекомендуются следующие средние согласованности для случайных матриц разного порядка (т.е. n):

Размер матрицы	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Случайная согласованность	0	0	0,58	0,9	1,12	1,24	1,32	1,41	1,45	1,49

Если разделить ИС на число, соответствующее случайной согласованности матрицы того же порядка, получим отношение согласованности (ОС). Величина ОС не должна быть более 20%. Если ОС выходит за эти пределы, то ЛПР нужно заново исследовать содержательную ее сторону и соответствующие количественные оценки элементов и внести необходимые изменения в исходные данные.

Принцип синтеза. Приоритеты синтезируются, начиная со второго уровня в направлении вниз. Локальные приоритеты перемножаются на приоритет соответствующего критерия на вышестоящем уровне и суммируются по каждому элементу в соответствии с критериями, на которые воздействует этот элемент. Каждый элемент второго уровня умножается на единицу, т.е. на вес единственной цели самого верхнего уровня. Это дает составной или глобальный приоритет того элемента, который затем используется для взвешивания локальных приоритетов элементов, сравниваемых по отношению к нему как к критерию и расположенных уровнем ниже. Процедура продолжается до самого нижнего уровня.

Практическая иллюстрация декомпозиции, сравнительных суждений и синтеза. Для иллюстрации изложенных выше идей вернемся к

ЛПР, который должен из трех альтернативных предприятий выбрать типичное предприятие, в котором числовые оценки по исследуемым критериям (параметрам) представлены наиболее полно.

В табл. 3.17 представлена еще раз матрица парных сравнений для второго уровня иерархии, которая содержит шесть критериев, воздействующих на общую цель.

Вычислим на данном этапе расчетов вектор приоритетов, собственное значение L_{\max} , индекс согласованности и отношение согласованности. Рассчитанные числовые данные отражены в соответствующем столбце табл. 3.17.

Таблица 3.17

Выбор наилучшего варианта предприятия-аналога: матрица попарных сравнений для уровня 2

Параметры	1	2	3	4	5	6	Произведение элементов строк	Вектор приоритетов
1	1	2	3	5	4	2	240	2,492883
2	1/2	1	4	7	8	1/2	56	1,955981
3	1/3	1/4	1	7	5	3	8,6625	1,4330091
4	1/5	1/7	1/7	1	4	1/8	0,00196	0,353761
5	1/4	1/8	1/5	1/4	1	1/6	0,00027	0,254231
6	1/2	2	1/3	8	6	1	15,84	1,584744
Сумма	2,78	5,515	8,67	28,25	28	6,795	8,074691	–

Осуществим процедуру нормализации вектора приоритетов. Информация, полученная расчетным путем, отражена в табл. 3.18.

Таблица 3.18

Выбор типичного предприятия-аналога: матрица попарных сравнений для уровня 2

Критерии	1	2	3	4	5	6	Вектор приоритетов	Оценка нормализованного вектора
1	1	2	3	5	4	2	2,492883	0,309
2	1/2	1	4	7	8	1/2	1,955981	0,242
3	1/3	1/4	1	7	5	3	1,433009	0,177
4	1/5	1/7	1/7	1	4	1/8	0,353761	0,044
5	1/4	1/8	1/5	1/4	1	1/6	0,254231	0,031
6	1/2	2	1/3	8	6	1	1,584744	0,196
Сумма	2,78	5,515	8,67	28,25	28	6,795	–	–

Определяем наибольшее значение матрицы суждений. Для этого сумму первого столбца умножаем на величину первой компоненты нормализованного вектора приоритетов, сумма второго столбца умножается на вторую компоненту нормализованного вектора приоритетов и т.д.

В нашем случае наибольшее собственное значение матрицы суждений будет равно:

$$L_{\max} = 0,859 + 1,335 + 1,535 + 1,243 + 0,868 + 1,332 = 7,172.$$

Определим численное значение индекса согласованности (ИС):

$$ИС = \frac{(L_{\max} - n)}{n - 1},$$

где n – число сравниваемых элементов.

В нашем случае получим $ИС = (7,172 - 6) : 5 = 0,234$.

Определим отношение согласованности (ОС) элементов матрицы. Для этого воспользуемся средними согласованиями для случайных матриц разного порядка.

Размер матрицы	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Случайная согласованность (α)	0	0	0,58	0,9	1,12	1,24	1,32	1,41	1,45	1,49

В нашем случае отношение согласованности составит:

$$ОС = ИС : \alpha = 0,234 : 1,24 = 0,19 \text{ (т.е. 19\%).}$$

Величина ОС не должна быть более 20%. Если ОС выходит за эти пределы, то ЛПР, решающий задачу, должен заново исследовать содержательную ее сторону и соответствующие количественные оценки элементов и внести необходимые изменения в исходные данные.

В отношении матрицы попарных сравнений для уровня 3 вычислим векторы приоритетов, наибольшее собственное значение матрицы суждений, индекс согласованности (ИС) и отношение согласованности (ОС).

Результаты расчетов в сводном виде приведены в табл. 3.19.

Таблица 3.19

Результаты расчетов по матрице попарных сравнений для уровня 3

Критерий 1	А	Б	В	Вектор приоритетов	Критерий 2	А	Б	В	Вектор приоритетов
А	1	1/3	1/5	0,104	А	1	1/4	1/5	0,082
Б	3	1	1/3	0,258	Б	4	1	1/7	0,184
В	5	3	1	0,638	В	5	7	1	0,733
Сумма:	9	4,33	1,53	$L_{max} = 3,061$	Сумма:	10	8,25	1,34	$L_{max} = 3,12$
				ИС=0,03					ИС=0,06
				ОС=0,05					ОС=0,03
Критерий 3	А	Б	В	Вектор приоритетов	Критерий 4	А	Б	В	Вектор приоритетов
А	1	1/7	1/5	0,091	А	1	1/3	1/5	0,14
Б	7	1	4	0,671	Б	3	1	4	0,585
В	5	1/4	1	0,238	В	5	1/4	1	0,275
Сумма:	13	1,39	5,5	$L_{max} = 3,16$	Сумма:	9	1,58	5,5	$L_{max} = 3,217$
				ИС=0,08					ИС=0,109
				ОС=0,14					ОС=0,879
Критерий 5	А	Б	В	Вектор приоритетов	Критерий 6	А	Б	В	Вектор приоритетов
А	1	1/4	1/3	1,114	А	1	1/3	1/4	0,108
Б	4	1	1/5	0,242	Б	3	1	1/5	0,211
В	3	5	1	0,644	В	4	5	1	0,679
Сумма:	8	6,25	1,53	$L_{max} = 3,201$	Сумма:	8	6,35	1,45	$L_{max} = 3,187$
				ИС=0,1					ИС=0,09
				ОС=0,17					ОС=0,16

Определяем численные значения глобальных приоритетов. Результаты расчетов приведем в табл. 3.20.

Таблица 3.20

Результаты расчетов глобальных приоритетов

Номер критерия						Глобальный приоритет
1	2	3	4	5	6	
Численное значение вектора приоритета						
0,309	0,242	0,177	0,044	0,031	0,196	
0,104	0,082	0,091	0,14	0,114	0,108	0,099 Альтернатива – компания Мегафон
0,258	0,184	0,671	0,585	0,242	0,211	0,319 Альтернатива – компания ВымпелКом
0,637	0,733	0,238	0,275	0,644	0,679	0,554 Альтернатива – компания МТС

Как следует из представленных в табл.3.20 результатов расчетов, типичным на рынке проданных компаний является компания МТС, так как у нее оказался наивысший глобальный приоритет (**0,544**).

Следовательно, рассчитанная стоимость предлагаемого для продажи на рынке любого предприятия, входящего в состав данной отрасли, должна быть откорректирована с учетом параметров, соответствующих именно телекоммуникационной компании МТС.

3.5. Формулирование научных и методических рекомендаций по обеспечению эффективного управления стоимостью компании (бизнеса)

В рыночных условиях хозяйствования собственники предприятий имеют возможность формулировать в миссии различные стратегические цели. Среди них достаточно часто встречаются такие: максимизация нормы и массы прибыли, максимизация чистой прибыли, приходящейся на одну акцию, максимизация рентабельности акционерного капитала, максимизация доли завоевываемого целевого рынка, максимизация стоимости предприятия бизнеса и др.

Цель максимизации стоимости компании (предприятия) должна быть признана в условиях достаточно развитого фондового рынка одной из доминирующих.

Доминирующая цель формирования и функционирования на постоянной основе научно обоснованной системы оценки стоимости бизнеса и управления этой стоимостью заключается в обеспечении значительного повышения эффективности функционирования предприятия (компании).

Главным экономическим интегральным показателем оценки этой эффективности выступает *рост (прирост)* стоимости компании (бизнеса). Именно создаваемая для акционеров стоимость (*богатство акционеров*) в долгосрочной перспективе является наилучшим показателем рациональности принимаемых управленческих решений. Держатели акций, являясь претендентами на денежные потоки предприятия, нуждаются, в отличие от любого другого круга заинтересованных лиц (менеджеров, наемных рабочих, общества в целом), в получении максимально полной и достоверной информации о конечных экономических, финансовых и инвестиционных результатах деятельности предприятия (компании).

Стоимость предприятия по сравнению с другими экономическими показателями (например, с текущей прибылью, объемом сбыта продукции в течение определенного периода времени) характеризуются долгосрочной направленностью.

Таким образом, такие показатели оценки результатов деятельности предприятия, как рост прибыли, рентабельности инвестированного (акционерного) капитала и средневзвешенных затрат на его привлечение, нельзя признать всеобъемлющими, интегрированными, как это имеет место в отношении показателя стоимости бизнеса. Они в меньшей мере обуславливают рыночную стоимость предприятия, так как относятся к категории локальных (частных) показателей, способных лишь на одностороннюю оценку конечных результатов деятельности. Между тем достаточно высо-

ким уровнем интеграции конечных экономических, финансовых и инвестиционных результатов деятельности характеризуется возрастающая стоимость предприятия (стоимость бизнеса).

Между тем постоянно уменьшающаяся из года в год стоимость предприятия (бизнеса) может послужить важным стимулом для поглощения ее конкурентами. Капитал, как известно, перетекает в те компании, которые работают с наиболее высокой отдачей. Эффективно функционирующее на рынке предприятие способно ограничить или вовсе прекратить переток капитала в другие конкурирующие предприятия.

Компании, которые обеспечивают непрерывный рост стоимости бизнеса, способны во все более возрастающих масштабах привлекать необходимые объемы инвестиций. Как показывает зарубежная и отечественная практика, они являются экономически более привлекательными для кредиторов по сравнению с теми предприятиями, которые ориентированы на максимизацию объема чистой прибыли или прибыли на акцию. Вследствие этого более простой становится процедура привлечения необходимых по объему кредитных ресурсов. Исследования показывают, что доля заемного капитала в общем объеме используемого капитала в компаниях, реализующих *философию управления стоимостью бизнеса*, остается сравнительно более низкой в по сравнению с компаниями, использующими другие цели. Такое положение дел сопряжено с более эффективным использованием совокупного капитала.

Успех в достижении достаточно высокого значения показателя, отражающего стоимость предприятия, возможен лишь в том случае, если удастся выработать и внедрить в повседневную практическую деятельность компании *концепцию управления стоимостью предприятия* (стоимостью бизнеса). Ее реализация предполагает выбор приоритетов исходя из учета сформулированных выше принципов управления стоимостью предприятия, применение новых, более эффективных систем планирова-

ния на разных уровнях управления, материальное стимулирование подразделений и отдельных работников за достижение высоких ключевых показателей стоимости бизнеса.

Проблема определения эффективности от внедрения системы управления стоимостью компании является достаточно сложной и до конца не решенной. Поэтому она и не получила сколько-либо значительного освещения ни в зарубежной, ни в отечественной специальной литературе по оценке стоимости бизнеса.

Между тем при отсутствии каких-либо методик оценки экономической эффективности функционирования систем УСК в зарубежной литературе приводятся статистические данные, отражающие достигнутые компаниями положительные конечные результаты.

Масштабы эффекта, полученного от рационального управления стоимостью компании в различных сферах бизнеса, могут характеризовать статистические данные, приведенные в табл. 3.21 [31. С. 115].

Таблица 3.21

Влияние системы управления стоимостью компании на конечные результаты деятельности в различных сферах бизнеса
(на примере предприятий США)

Сфера бизнеса	Изменение в деятельности	Эффект
Розничная торговля бытовыми товарами	Переход от программы роста в масштабе всей страны к стратегии укрепления региональных позиций перед дальнейшим ростом	Увеличение потенциальной стоимости компании на 30–40%
Страхование	Реорганизация портфеля услуг с особым акцентом на те из них, которые обладают наивысшим потенциалом стоимости	Увеличение потенциальной стоимости компании на 25%
Телекоммуникации	Выявление новых возможностей создания стоимости: <ul style="list-style-type: none"> • новые услуги 	Увеличение потенциальной стоимости на 240% в расчете на деловую единицу
	<ul style="list-style-type: none"> • надбавки к цене 	Увеличение потенциальной стоимости на 246% в расчете на деловую единицу

Наиболее эффективное управление стоимостью предприятия с целью ее увеличения в долгосрочной перспективе позволит ему:

- в возможно максимальной степени удовлетворить экономические интересы собственников;
- определить экономически целесообразные стратегические направления дальнейшего развития компании;
- выработать систему действенных управленческих мер, способствующих достижению поставленных главных целей, сформулированных в миссии компании.

С учетом достаточной сложности содержания работ в системе управления стоимостью компанией она должна реализовываться на протяжении ряда этапов.

Для обеспечения эффективного управления стоимостью компанией предприятию необходимо предусмотреть реализацию следующих этапов работ.

Первый этап предусматривает разработку стратегического плана-прогноза развития компании, в том числе плана привлечения инвестиций с целью обеспечение постоянного роста стоимости бизнеса. Этот план является одним из разделов общего стратегического плана развития, сформулированного в миссии компании [67].

Второй этап связан с выбором наиболее целесообразного метода оценки стоимости бизнеса. Он должен осуществляться с учетом сформулированной в миссии главной цели, достоинств и недостатков рассмотренных выше методов, а также определенных сфер рационального их применения.

Третий этап управления стоимостью компании предусматривает регулярное проведение бизнес-аудита. Задачами этого аудита является выявление главных (ключевых) факторов, определяющих стоимость компании, и разработка наиболее эффективных стратегий поведения при их использовании для достижения глобальной цели, связанной с максимизацией стоимости компании.

Четвертым этапом работ является проведение необходимой реорганизации бизнеса.

Реорганизация бизнеса – это реализация одного из известных методов, предусматривающих внесение принципиальных изменений в производственную структуру или организационно-правовую форму компании, целью которых является обеспечение роста стоимости компании.

Согласно ГК РФ реорганизация бизнеса может происходить по следующим основным направлениям: *слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование.*

Пятым этапом работ при создании эффективно функционирующей системы управления стоимостью компании является разработка так называемого *стоимостного бизнес-плана*. Его назначение состоит в том, чтобы показать, каким образом компания будет переходить от текущего финансового состояния к прогнозируемому (планируемому, желаемому) состоянию. Важным преимуществом *стоимостного бизнес-плана* по сравнению с *традиционным бизнес-планом* является то, что он разрабатывается с учетом главных (определяющих) факторов стоимости компании, а не на использовании функциональных общеизвестных показателей. Поэтому *стоимостной бизнес-план* является несравненно более эффективным инструментом максимизации стоимости компании, чем традиционный бизнес-план.

Суть *шестого этапа* состоит в разработке и реализации системы оперативного управления стоимостью компании. Он включает совокупность главных мероприятий, направленных на разработку оперативных планов для каждого подразделения и отдельного сотрудника компании, а также мотивирование выполнения этих планов.

Разработка системы мотивации для подразделений компании и ее работников, как было отмечено выше, во многом определяет темпы роста стоимости компании. Для внедрения этой системы необходимо предвари-

тельно разработать систему показателей для оценки конечных результатов деятельности как отдельных подразделений, так и для предприятия в целом.

При разработке системы оценки конечных результатов деятельности предприятия в целом и его функциональных подразделений рекомендуется руководствоваться следующими принципиальными положениями:

- система целевых показателей оценки конечных результатов должна наиболее полно учитывать специфику деятельности каждого отдельного подразделения предприятия;
- целевые показатели оценки конечных результатов должны быть рассчитаны как на краткосрочный, так и долгосрочный периоды;
- самостоятельную группу должны составлять кризис-прогнозные показатели оценки результатов деятельности как отдельных подразделений, так и предприятия в целом (например, коэффициенты Э. Альтмана, Таффлера и др.) [66–68].

Целевые показатели оценки результатов деятельности предприятия должны полностью соответствовать выполняемым управленческим функциям каждым отдельным руководителем (менеджером), так и любым работником этого предприятия. В качестве иллюстрации приведем заимствованный из [6. С. 136] и несколько измененный нами пример (табл. 3.22).

Таблица 3.22

Иллюстрация состава целевых показателей, с помощью которых руководители подразделений могут оказывать влияние на стоимость бизнеса

Управленческие функции, выполняемые	Целевые показатели				
	Прибыль для акционеров	Экономическая прибыль	Прибыль до уплаты налогов	Эффективность использования капитала	Отдельные оперативные факторы стоимости бизнеса
Исполнительным директором	+	+			
Административным персоналом	+	+			+
Руководителем деловой единицы		+	+	+	
Функциональным менеджером			+	+	+
Прочими работниками					+

Знак + означает, что соответствующие исполнители способны оказывать влияние на величину определенных показателей и факторов.

Как следует из данных табл. 3.22, среди показателей нет показателя дисконтированного денежного потока (ДДП). Это обусловлено тем, что ДДП отражает приведенную стоимость прогнозируемых денежных потоков, а не фактически имеющих место.

Основным содержанием работ при проектировании *системы мотивации* являются:

- ◆ обоснование состава ключевых (ведущих) показателей для каждого подразделения и ведущего менеджера, которые оказывают непосредственное влияние на формируемую стоимость бизнеса;

- ◆ установление нормативных значений ключевых показателей на ближайшую перспективу (2–3 года) по соответствующим подразделениям

и менеджерам, а также организация мониторинга за их достижением (выполнением).

◆ разработка комплекса кризис-прогнозных показателей, которые бы выполняли роль раннего предупреждения о наступлении негативных результатов, отражающих критическое снижение стоимости бизнеса (например, снижение стоимости предприятия ниже минимально допустимого уровня, определяемого законом);

◆ организация специальной системы учета (реестра) нематериальных активов компании (гудвилл, стоимости торговой марки, обусловленные ее популярностью и доверием к ней, деловые связи, качество менеджмента и т. п.). Эта информация необходима для того, чтобы можно было с более высокой точностью определять стоимость компании (бизнеса). Известно, что нематериальная составляющая в стоимости бизнеса занимает достаточно большой удельный вес (от 10 до 50% и более).

Эффективная реализация системы УСК может быть обеспечена посредством осуществления регулярного мониторинга и анализа денежных потоков.

Осуществления регулярного мониторинга и анализа денежных потоков действующего предприятия требует создания специального подразделения, которое являлось бы организационно-методическим центром по оценке бизнеса, с подчинением его первым-вторым лицам в руководстве предприятия. Задачами подразделения внутренней оценки должны являться:

1) создание и совершенствование моделей и приемов оценки бизнеса с учетом особенностей конкретного предприятия и его отдельных подразделений;

2) определение объекта, последовательности, периодичности проведения оценки;

3) определение источников и порядка подготовки оценочной информации, организация информационного обмена и порядка составления отчетности внутри предприятия и автоматизированной обработки данных для целей оценки бизнеса;

4) подготовка персонала действующего предприятия к внедрению внутренней оценки его стоимости;

5) обработка оценочной информации, организация проведения оценки производственных и вспомогательных подразделений предприятия, обобщение результатов оценки действующего предприятия.

Результаты оценки бизнеса, ввиду особой формы обобщения широкого диапазона выводов о текущем состоянии действующего предприятия, могут быть использованы как при выборе руководством будущей концепции деятельности предприятия и оптимальной стратегии его развития, так и определении эффективности использования ресурсов и результатов работы различными подразделениями предприятия.

Организация работы по анализу и оценке бизнеса тесно связана со всей структурой управления действующим предприятием. В оценке и управлении стоимостью должны участвовать все подразделения предприятия, как непосредственно производственные, так и конструкторско-технологические, участвующие в процессе разработки и внедрения в производство продукции. Для оценки бизнеса важны результаты маркетинговых исследований, анализ качества и ассортимента производимой продукции с учетом тенденций в развитии спроса, осуществление разработок новых видов продукции, с последующим выбором наиболее эффективных направлений и видов деятельности (продукции), позволяющих максимизировать стоимость бизнеса.

Исследование данных технических служб и отделов, характеризующих производственно-техническое состояние подразделений предприятия, позволяет определить возможности осуществления деятельности предпри-

ятия в будущем, необходимые мероприятия для поддержания и повышения его производственной активности, в том числе внедрения техники и совершенствования технологии. В результате определяются необходимые пути развития в этом направлении с целью максимизации стоимости бизнеса.

Отдел труда и заработной платы определяет эффективность труда, факторы роста его производительности, выявляют необходимость внедрения и изменения систем стимулирования работников предприятия, которые позволят в будущем ориентировать их на повышение стоимости действующего предприятия.

Служба материально-технического снабжения определяет эффективность используемых материалов, совершенствует организацию их получения и хранения, выявляет продолжительность оборота запасов сырья и материалов, для последующего снижения издержек, что, в конечном счете, приведет к росту стоимости бизнеса.

Финансовая служба анализирует потоки денежных средств и обеспеченность предприятия финансовыми ресурсами, контролирует движение оборотных средств, определяет финансовые возможности дальнейшего развития действующего предприятия с учетом их влияния на стоимость бизнеса.

Большое значение в проведении систематической внутренней оценки действующего предприятия имеет участие руководителей не только высшего, но и среднего и низшего управленческого звена. В их функции входит проведение оценки деятельности подразделений в соответствии с принятой моделью, подготовка специальной отчетности, анализ результатов и выявление резервов стоимости подразделения, разработка мер поощрения на основе показателей стоимости.

Благоприятными основными экономическими и социальными последствиями в рамках национальной экономики от реализации системы управления стоимостью компании являются следующие:

1) более высокий рост ВВП на душу населения, что обуславливает улучшение показателя уровня и качества жизни;

2) достижение достаточно высокого уровня производительности труда и связанное с этим повышение уровня конкурентоспособности на внутреннем и внешнем рынках;

3) повышение уровня занятости трудоспособного населения, следствием чего является снижение социальной напряженности в обществе и обеспечение права человека на труд;

4) ограничение масштабов или прекращение утечки капитала в конкурирующие структуры (например, путем скупки на фондовом рынке контрольного пакета обесцененных акций).

3.6. Экспериментальный расчет, связанный с оценкой реального бизнеса

Экспериментальный расчет выполнен на примере ОАО «Вымпел-Коммуникации» (в дальнейшем ВымпелКом). Он иллюстрируется на примере доходного и рыночного (сравнительного) подходов.

ОАО «ВымпелКом» является ведущим оператором сотовой связи в России, предоставляющим свои услуги под маркой «Би Лайн GSM». Эта марка одна из наиболее известных торговых марок в стране. Лицензии на предоставление услуг сотовой связи группы компаний «ВымпелКом» охватывают территорию, на которой проживает около 92% населения России (134 миллиона человек), включая Москву, Московскую область и Санкт-Петербург.

По количеству привлеченных абонентов ОАО ВымпелКом занимает второе место среди 10 крупнейших операторов связи РФ (табл.). Особенностью этих компаний является то, что все они не выплачивают дивиденды своим акционерам. Вырученные средства направляются на переоснащение и на завоевание большей доли целевого рынка. По этой причине расчеты стоимости бизнеса, выполняемые на основе мультипликатора цена акции/дивиденды, не представляется возможным.

Занимаемые сегменты рынка различными операторами связи по состоянию на 30.09.2003 г.

Оператор связи	Всего абонентов, млн чел
МТС	11540000
ВымпелКом	9260000
МегаФон	5375000
Уралсвязьинформ	997200
СМАРТС	974500
НСС	295738
Енисейтелеком	193724
Екатеринбург-2000	165234
Байкалвестком	154000
Даль Телеком Интернэшнл	150711

Источники: J'son & Partners; ИАА «Сотовик»

Из приведенной выше таблицы видно, что в настоящее время лидерами российского рынка мобильной связи являются ОАО «ВымпелКом» и ОАО «Мобильные ТелеСистемы» (МТС).

В качестве исходной информации будут использованы отчетные материалы по результатам деятельности за 2002 год (табл. 3.23).

Таблица 3.23

Отчетные данные компании «ВымпелКом» о результатах деятельности за 2002 год

Показатели	2002 год			
	Кварталы			
	1	2	3	4
Чистая операционная выручка, в млн долл.	145,06	173,381	221,077	228,978
Чистая прибыль, в млн долл.	28,046	21,941	40,487	39,078
Чистая прибыль на обыкновенную акцию, в долл.	0,74	0,58	1,06	1,03
Средневзвешенное количество обыкновенных акций, в тыс. шт.	38001	38006	38021	38026
Количество абонентов, в тыс. чел.	1710	2143,6	2590,242	5153,1

Для установления тесноты связи между показателями, приведенные в таблице, были рассчитаны коэффициенты корреляции. Результаты расчетов приведены в нижеследующей таблице (табл. 3.24).

Таблица 3.24

Коэффициенты корреляции между основными экономическими показателями

Показатели	Коэффициент корреляции
Чистая прибыль — чистая операционная выручка	0,98
Чистая прибыль — средневзвешенное количество обыкновенных акций	0,95
Чистая прибыль — чистая прибыль на одну обыкновенную акцию	0,99
Чистая прибыль — количество абонентов	0,56

Из расчетных данных приведенной выше таблицы видно, что теснота связи между чистой прибылью и остальными основными экономическими показателями весьма высокая. Исключение составляет количество абонентов, которое на протяжении кварталов 2002 года практически не меняется.

Выполним необходимые расчеты сначала по *методу капитализации* (доходный подход). Примем норму дисконта, равную 26%, что соответствует практике для бурно развивающейся телекоммуникационной отрасли в России.

При выполнении расчетов в разрезе кварталов необходимо определить и соответствующую этому периоду норму дисконта. Формула для определения квартальной нормы дисконта такова:

$$\left[\left(1 + \frac{r}{4} \right) - 1 \right] \times 100,$$

где

r – годовая норма дисконта.

Расчеты сконцентрируем в табл. 3.25 .

Таблица 3.25

Исходные отчетные данные за 2002 год и результаты расчетов стоимости компании ВымпелКом

Номер квартала 2002 года	Денежный поток в виде чистой прибыли, в млн долл.	Коэффициент дисконтирования	Чистая приведенная стоимость денежного потока, в млн долл.
1	28,046	0,938967	26,33427
2	21,941	0,881659	19,34448
3	40,487	0,827849	33,51712
4	39,078	0,777323	30,37623
Суммарная чистая приведенная стоимость денежных протоков			109,5721

Согласно методу капитализации рыночная стоимость бизнеса определяется по формуле

$$C_n = \frac{\text{ЧПС}}{K_{\text{кап}}},$$

где

C_n – стоимость предприятия (стоимость бизнеса);

ЧПС – чистая приведенная стоимость денежного потока;

$K_{\text{кап}}$ – коэффициент капитализации.

$$K_{\text{кап}} = r - g,$$

где

r – норма дисконта (в нашем случае 26%)

g – среднеквартальные темпы роста чистой прибыли.

На основании исходной информации устанавливаем, что $g = 15\%$.

Следовательно, $K_{\text{кап}} = 11\%$.

В таком случае стоимость ОАО ВымпелКом, рассчитанная по методу капитализации чистой прибыли, составит:

$$C_n = \frac{109572100}{0,11} = 996110000 \text{ долл.}$$

Стоимость бизнеса, приходящаяся на одного абонента, составит:

$$\frac{996110000}{5153100} = 193 \text{ долл.}$$

Выполним необходимые расчеты по *методу сделок* (рыночный или сравнительный подход).

Как было отмечено выше, использование ретроспективной информации о сделках по предприятиям-аналогам представляется правомерным в российских условиях. Это объясняется значительными колебаниями курса акций многих компаний, а также высокой вероятности манипуляций стоимостью акций крупными держателями пакетов ввиду недостаточной защиты прав мелких акционеров в российском законодательстве.

В начале 2003 года компания МТС приобрела контрольный пакет акций СП «Украинская мобильная связь» (UMS) (57,7%). Сделка обошлась компании примерно в 200 долларов за одного приобретенного абонента [<http://www.truba.org/news/archives/action>]. Стоимость же приобретения 100% пакета акций обойдется компании МТС в \$337 млн. (т. е. по \$220 за одного абонента; рост обусловлен приобретением полного пакета акций) Используя этот же мультипликатор, определим стоимость компании ВымпелКом. На конец 2002 года средневзвешенное количество абонентов в рассматриваемой компании составляло 5153100. Тогда стоимость компании ВымпелКом составит:

$$C_n = 200 \times 5153100 = 1030620000 \text{ долл.}$$

Сравнительную оценку результатов расчетов стоимости бизнеса по компании ВымпелКом, выполненных по методу капитализации чистой прибыли и по методу сделок, приведем в таблице 3.26.

Таблица 3.26

Сравнительная оценка результатов расчетов по методу капитализации чистой прибыли и методу сделок

Метод	Стоимость компании, в долл.	Стоимость бизнеса, приходящаяся на одного абонента, в долл.	Абсолютное отклонение в оценке стоимости бизнеса, в долл.	Относительное отклонение в оценке стоимости бизнеса, в %
Капитализации чистой прибыли	996110000	193	1030620000-996110000= 78940250	7,7
Сделок (продаж)	1030620000	200		

Как видим, разница в процентном отношении в стоимостных оценках бизнеса находится в пределах допустимой погрешности (не превышает 15%). Для получения оценки стоимости ОАО ВымпелКом целесообразно взвесить расчетные данные с помощью весовых коэффициентов.

Согласно опросу отечественных оценщиков метод сделок используется в 9 раз чаще, чем метод капитализации. Поэтому коэффициенты важности у метода сделок и метода капитализации будут равны соответственно 0,9 и 0,1. Результаты расчетов приведены в табл. 3.27.

Таблица 3.27

Взвешенные оценки стоимости бизнеса по двум полученным вариантам расчетов

Метод	Стоимость компании, в млрд долл.	Коэффициент важности	Результат взвешенной стоимости бизнеса, в млрд долл.
Капитализации чистой прибыли	0,99611	0,1	0,099611
Сделок (продаж)	1,03062	0,9	0,927558
Рыночная стоимость компании ВымпелКом равна:			1,027169

Таким образом, взвешенная стоимость компании ВымпелКом составит по расчетным данным 1,027169 млрд. долл.

Выводы

На основании проведенной аналитической оценки различных подходов, применяемых для оценки стоимости бизнеса, можно с большой долей достоверности утверждать следующее. Ни один из известных методов, представленных в рамках трех известных подходов, не гарантирует получение достаточно достоверной рыночной оценки стоимости бизнеса. Подтверждением этого вывода служат, во-первых, выявленные нами и не представленные в литературе по оценочной деятельности многочисленные недостатки, свойственные основным подходам, а в их составе методам, применяемых для оценки стоимости предприятий. Во-вторых, результаты расчетов стоимости бизнеса, получаемые по различным методам, обычно весьма существенно различаются. Отдать предпочтение одному из полученных результатов расчетов представляется ни научно, ни методически не обоснованным. Поэтому с целью нивелирования (балансирования) различий рекомендуется оценку стоимости предприятия (компании) осуществлять с помощью не одного, а нескольких методов расчета одновременно, что означает на практике реализацию идеи многокритериального подхода. Применив к полученным результатам расчетов процедуру взвешивания, можно определить в итоге более или менее обоснованную рыночную стоимость предприятия. Таким образом, получение абсолютно достоверных результатов оценки рыночной стоимости бизнеса с помощью какого-либо одного известного метода или даже группы методов представляется нереальным делом.

Конкретными научными и методическими результатами, полученными в третьей главе диссертации, являются следующие.

1. Систематизированы ключевые факторы (показатели) стоимости бизнеса, подлежащие учету при выборе наиболее целесообразного метода обоснования стоимости предприятия.

2. Разработан алгоритм, посредством использования которого обеспечивается обоснование выбора наиболее целесообразного состава методов, необходимых для оценки бизнеса в конкретных условиях деятельности компании.

3. Разработана методика оценки совокупной и относительной силы бизнеса, по числовым оценкам которых становится возможным определение перспективных направлений, связанных со значительным повышением стоимости бизнеса.

4. Определены и систематизированы главные достоинства и недостатки, а также установлены сферы рационального применения методов оценки стоимости бизнеса, фигурирующих в составе доходного, затратного и рыночного подходов.

5. Сформулированы необходимые теоретические и методические рекомендации, целью которых является обеспечение эффективного функционирования системы управления стоимостью компании. Результатом их выполнения явится значительное повышение стоимости компании.

6. На реальном статистическом материале ОАО «ВымпелКом» проведен эксперимент, связанный с оценкой стоимости бизнеса на основе многоцелевого подхода. Получена близкая к реальным рыночная оценка стоимости исследуемой компании.

Разработанный на основе использования системного подхода ряд теоретических и методических вопросов можно квалифицировать как разработку современной системы взглядов, обеспечивающей получение наиболее вероятной рыночной стоимости бизнеса и управление этой стоимостью.

Заключение

На основании проведенного диссертационного исследования получены следующие научные и методические разработки и сформулированы необходимые рекомендации, обобщающим результатом которых является формируемая на современной основе концепция оценки стоимости компании и управления этой стоимостью.

1. Дополнены основные научные принципы, которые следует учитывать при формировании (построении) системы оценки стоимости бизнеса с целью получения более достоверной и научно-обоснованной системы расчетов стоимости бизнеса.

2. Определены ключевые факторы, подлежащие учету при обосновании выбора методов расчетов, предназначенных для определения наиболее вероятной рыночной стоимости бизнеса.

3. Предложена методика расчета интегрального показателя «сила бизнеса», позволяющая получать достоверные рейтинговые оценки основных конкурентов, а также выявлять сильные и слабые стороны своего предприятия.

4. Предложена основывающаяся на многоцелевом подходе методика, связанная с обоснованием выбора среди ранее проданных на рынке предприятий такого предприятия-аналога, которое характеризуется наибольшим сходством с выставленным на продажу предприятием, что необходимо для обеспечения достоверности оценки стоимости бизнеса.

5. Сформулированы научные и методические рекомендации, направленные на совершенствование и повышение эффективности функционирования системы управления стоимостью компании (бизнеса).

Совокупность решенных в диссертации теоретических и методических вопросов можно квалифицировать как разработку вполне завершенной концепции, позволяющую формировать современную систему оценки стоимости бизнеса и эффективно управлять этой стоимостью.

Таким образом, благодаря разработке концепции, обеспечивающей получение достаточно достоверной оценки стоимости бизнеса и управление этой стоимостью, решена задача, имеющая важное народнохозяйственное значение. Эта народнохозяйственная значимость проявляется в достижении более высокой экономической эффективности национальной экономики в целом благодаря широкому использованию для оценки конечных экономических результатов деятельности предприятий такого интегрального (обобщающего) показателя, каким является стоимость бизнеса.

Библиографический список литературы

1. Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» № 135-ФЗ от 29 июля 1998 г.
2. «Стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности», утвержденные Постановлением Правительства РФ № 519 от 6 июля 2001 г.
3. Государственный стандарт Российской Федерации. Единая система оценки имущества. Термины и определения. ГОСТ Р 51195.0.02-98. Введен в действие 1999-01-01.
4. Стандарт российского общества оценщиков «Стоимость действующего предприятия как база оценки». Основные положения СТО РОО 24-01-96. Принят и введен в действие постановлением Правления Российского общества оценщиков 11 сентября 1996 года, протокол № 16, г. Москва.
5. ГОСТ Р 51195.0.02-98 Единая система оценки имущества. Термины и определения ГОССТАНДАРТ РОССИИ
6. Абдулаев Н.А., Колайко Н.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Учебное пособие. – М.: Экмос, 2003. – 352 с.
7. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1120 с.
8. Булычева Г.В., Демшин В.В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий. – М.: ГФА, 1999.
9. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2002. – 720 с.
10. Ватник П.А. Корректировка учетных данных, компенсирующая инфляционные искажения // Моделирование рыночных структур и процессов: Сборник научных трудов/ – СПб.: СПбГИЭА, 1997.

11. Владимирова И. Г. Слияния и поглощения компаний // Финансовый менеджмент <http://www.dis.ru/manag/arhiv/1999/1/5.html>.
12. Герасимов Н. Применение модели Ольсона в оценке стоимости компании // Корпоративный менеджмент http://www.cfin.ru/finanalysis/value_ohlson.shtml.
13. Гленн М. Келли Д., Келли Э. Руководство по оценке бизнеса. – М.: Российское Общество Оценщиков. Академия оценки, 1996. – 120 с.
14. Гранова И.В. Оценка недвижимости: [Тесты. Задачи. Практические ситуации]: Учеб. пособие/И.В. Гранова.– СПб.: Питер, 2001.– 205 с.
15. Григорьев В.В, Федотова М.А. Оценка предприятия: теория и практика. – М.: ИНФРА-М, 1997. – 320 с.
16. Григорьев В., Островкин И. Оценка предприятий. Имущественный подход. – М.: Дело, 1998. – 230 с.
17. Гулькин П. Г. Введение в венчурный бизнес в России. – М.:РАВИ, 1999.
18. Гулькин П. Г., Теребынькина Т. А.. Оценка стоимости и ценообразование в венчурном инвестировании и при выходе на рынок IPO. Аналитический центр «Альпари» СПб, 2002. – 190 с.
19. Демшин В.В. Практические аспекты расчета ставки дисконта (метод кумулятивного построения) в процессе оценки бизнеса. – Вопросы оценки, 1999. № 2. С. 34– 37.
20. Джеймс М., Коллер Т. Формирующиеся рынки: особенности оценки компаний //The McKinsey Quarterly, 2000. № 4.
21. Егерев И. А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
22. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2001. – 416 с.

23. Инвентаризация и стоимостная оценка интеллектуальной собственности // Интеллектуальная собственность: промышленная собственность № 1, 2001, с. 34-39.
24. Интеллектуальный капитал: новая парадигма оценки бизнеса и нематериальных активов // Аналитический вестник №1, ВНИИЦ, 2001, с.3-10.
25. Карцева В.В., Карцев П.В. Учет рисков при оценке стоимости промышленных предприятий. – Тверь, 2000. – 54 с.
26. Карцева В.В. Независимая оценка в системе управления государственным и муниципальным имуществом: Учебное пособие. – Тверь: ТГТУ, 2002. – 160 с.
27. Кащеев Р.В., Базоев С.З. Управление акционерной стоимостью. – М.: ДМК Пресс, 2002. – 224 с.
28. Князева Е.Н. Синергетика как новое мировоззрение: диалог с И. Пригожиным// Вопросы философии. № 12, 1992.
29. Козырь Ю. Применение теории опционов в практике оценки // Рынок ценных бумаг, 1999. № 11. С. 57-61.
30. Козырь Ю. Применение теории опционов для оценки стоимости компании // Рынок ценных бумаг, 2000. № 12, 13.
31. Коупленд Том, Коллер Тим, Муррин Джек. Стоимость компаний: оценка и управление. – 2-е изд., стер. / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2002. – 576 с.
32. Кэхилл Дж. А., Снайдер Дж. П. Подходы к определению рыночной цены частных компаний//Проблемы теории и практики управления. – 1998. – № 5. – С. 92 – 95.
33. Линг Р. Основы анализа и оценки бизнеса: Учебные материалы. – М.: Valuation Center for Central & Eastern Europe. 1997. 190 с.
34. Лысенко К. Методы оценки компаний-«целей» в процессе враждебных захватов. Российская практика // Рынок ценных бумаг. 2001, № 11.

35. Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма: Теорема ММ / Акад. народ. хоз. при Правительстве РФ .- М.: Дело, 1999. – с 271.
36. Новиков Б. Д. Рынок и оценка недвижимости в России. –М.: Экзамен, 2000. – 512 с.
37. Ожегов С.И., Шведова Н.Ю. Толковый словарь русского языка: 80000 слов и фразеологических выражений / Российская АН; Российский фонд культуры; - 2-е изд., испр. и доп. – М.:АЗЪ, 1995. С.836.
38. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И. Кошкина. – М.: ИКФ «ЭКМОС», 2002. – 944 с.
39. Оценка бизнеса: Учебник/Под ред А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой. – М: Финансы и статистика, 2003. – 512 с.
40. Павловец В. Введение в оценку стоимости бизнеса // Корпоративный менеджмент <http://www.cfin.ru/finanalysis/value.shtml>.
- 41.Пасс К., Лоуз Б., Дэвис Л. Словарь по экономике. СПб.: Экономическая школа, 1998. С. 353.
42. Пиронова А.Н. Оценка слияний и поглощений российских компаний // Аналитическая лаборатория Веди. http://www.vedi.ru/o_cr/cr0043.htm.
43. Покровский В., Савицкий К. Мир слияний и поглощений // Рынок Ценных Бумаг. 2000. № 19.
44. Попков В.П., Семенов В.П. Экономика и организация инвестиций: Учеб. пособие. – СПб.: СПбГИЭУ, 2001. – 124 с.
45. Практические аспекты использования ноу-хау в хозяйственном обороте // Аналитический вестник №1, ВНИИЦ, 2001, с.16-28.
46. Пратт Ш.П. Оценка бизнеса / Пер. с англ. – 2-е изд. М.: Институт экономического развития Всемирного банка, 1994. – 320 с.
47. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. М.: Перспектива, 1997. – 128 с.
48. Риис Р.П. Введение в оценку бизнеса. – М.: РОО, 1993. – 380 с.

49. Саати Т., Кернс К. Аналитическое планирование. Организация систем: Пер. с англ. М.: Радио и связь, 1991.

50. Салун В.С. Использование оценки стоимости бизнеса в принятии управленческих решений // Электронная библиотека <http://www.gaap.ru/biblio/corpfm39.htm>.

51. Семенов В.П. Управление инновационно-инвестиционным процессом в предпринимательстве: теория и методология. – СПб.: СПбГИЭУ, 2003. – 184 с.

52. Скотт М. Факторы стоимости: Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2000. – 432 с.

53. Слияние инвестиционных компаний. Оценочный аспект // Российский клуб оценщиков <http://www.appraiser.ru/info/articles/art38.htm>.

54. Словарь русского языка: В 4-х т./АН СССР. Ин-т рус. яз.; Под ред. А.П. Евгеньевой. – 2-е изд, испр., и доп. – М.: Русский язык, 1981-1984. Т. 2. К–О. 1982. С. 97.

55. Соколов В.Н. Методы оценки предприятия. – СПб.: СПбГИЭУ, 1998. – 144 с.

56. Соловьев В. Общие принципы оценки стоимости износа // Финансовый директор. 2001. № 1. С.58-60.

57. Соловьев М.М. Оценочная деятельность: Учебное пособие. – М.: ГУ ВШЭ, 2002. – 224 с.

58. Станиславчик Е. Методы оценки предприятий: эмпирический анализ применения / Компьютер в бухгалтерском учете и аудите 1998. № 4.

59. Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). Серия «Учебники и учебные пособия». – Ростов н/Д.: Феникс, 2003. – 384.

60. Тришин В.Н., Шатров М.В. Метод экспресс-оценки для крупного предприятия. //Журнал «Имущественные отношения в Российской Федерации», №10(15), 2002, С. 77–85.
61. Федотова М. А. Сколько стоит бизнес? – М.: РОО Перспектива, 1996. – 160 с.
62. Федотова М.А., Уткин Э.А. Оценка недвижимости и бизнеса: Учебник. – М.: «ЭКМОС», 2002. – 352 с.
63. Фишмен Джей, Прагг Шэннон, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт/ Пер. с англ. Л.И. Лопанتيкова. – М.: ЗАО «КВИНТО-КОНСАЛТИНГ», 2000. – 370.
64. Фридман Дж., Ордуэй Н. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. – М.: Дело, 1995. С. 12.
65. Хадсон-Уилсон. С. Количественные методы финансового анализа: ИНФРА-М, 1996
66. Царев В.В. Кантарович А.А. Управление стоимостью бизнеса – главная цель предприятия// Журнал «Мост», № 44 май, 2000. С. 39 –41.
67. Царев В.В. Внутрифирменное планирование. – СПб.: Питер, 2002. – 496 с.
68. Царев В.В., Кантарович А.А. Электронная коммерция. – СПб.: Питер, 2002. – 320.
69. Черняк В.З. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 1996. – 176 с.
70. Шарп У.Ф., Александер Г.Дж., Бэйли Дж. Инвестиции. – М.: ИНФРА-М, 1998. – 291 с.
71. . Шим Джей К., Сигл Джоэл Т. Методы управления стоимостью и анализ затрат. – М.: Филинь, 1996. – 360 с.
72. Шипов В. Некоторые особенности оценки стоимости отечественных предприятий в условиях переходной экономики // Рынок ценных бумаг 2000, № 18.

73. . Школьников Ю. Особенности оценки российских компаний // Рынок ценных бумаг, 1998. № 4.
74. Экономическая политика. № 44 (564) от 21 июня 2001.
75. Mark Cameron «The Valuation of newly-formed technology companies», p.3., www.whiteandlee.com.
76. Mark Cameron «The Valuation of newly-formed technology companies», www.whiteandlee.com.
77. Dawn Kawamoto «Private companies wrestle with new valuation climate», CNET News.com November 9, 2000
78. Mark Cameron «The valuation of the newly-formed technology companies», pp. 5–6, www.whiteandlee.com
79. Tom McDowell «Valuing your business», Houston Business Journal, October 16, 1998
80. Alexander Wilmerding «Term Sheets And Valuation», Aspatore Books, Inc., 2001, pp. 48–49
81. Clinton Richardson «Complete Guide to Venture Capital», 1987, pp. 163 – 164.
82. Getting Yours. McDonald, K.S. Fortune March 3, 1997. – P. 203.
83. How to Value Growth Stocks, The Motley Fool Investment Guide. – Simon&Schuster, 1996. – P.165.
84. Palepu K.G., Bernard V.L. and Healy P.M. in: Introduction to Business Analysis and Valuation. – International Thomson Publishing, 1997. – P. 4-11.
85. Copeland T. Koller T. and Murrin J. in: Valuation, Measuring and Managing the Value of Companies. – John Wiley and Sons Inc. – New York, 1995.
86. Alfred Marchal. Principles of Economics. Vol. 1. New York: MacMillan & Co., 1890. P. 142.

87. Black F. and Scholes V. The Pricing of Options and Corporate Liabilities // Journal of Political Economy, 81: 637-654. May-June. 1973.

Понятийный аппарат

Система оценки стоимости бизнеса – это общая концепция, состоящая из иерархически тесно увязанных между собой элементов, конечным результатом совокупного рассмотрения которых является установление научно обоснованной рыночной стоимости объекта оценки.

В России появилось достаточно большое количество специальной литературы, (в том числе переводной) посвященной различным теоретическим и методическим проблемам оценки стоимости бизнеса [6–87]. Сложность практического использования связана с представлением в этих источниках неодинаковых терминов, категорий и понятий.

Так, применяемое в отечественных методических разработках термин *постпрогнозный год (период)*, имеет разное наименование в зарубежных источниках: *терминальный год* и соответственно *терминальная стоимость* [63], *продленный период (год)* и адекватная ему *продленная стоимость*, под показателем *экономической прибыли* понимается *доход от использования привлекаемых инвестиций* [31] и т. п.

В другом литературном источнике *экономическую прибыль* рекомендуется рассчитывать как сумму денежных поступлений за год (в частности, дивидендов по обыкновенным акциям) и изменений цены акции в течение года [7. С. 291].

В отечественных литературных источниках показатель *экономической прибыли* рекомендуется рассчитывать по такой формуле [27]:

$$\Pi_{\text{э}} = \Pi_{\text{б}} - И_{\text{к}},$$

где

$P_э$ – экономическая прибыль;

$P_б$ – бухгалтерская прибыль;

$I_к$ – издержки, связанные с привлечением собственного капитала акционеров компании.

В одном из зарубежных литературном источнике [31] *экономическую прибыль* рекомендуется определять как разность между показателем (коэффициентом) рентабельности инвестиций и их альтернативными издержками, умноженную на величину, отражающую объем инвестированного капитала.

Понятие чувствительности к изменению фактора, используемой в системе оценке стоимости бизнеса, в зарубежной литературе именуется как «факторная нагрузка» [70], что также усложняет понимание сути излагаемого материала.

Различные определения понятий, категорий и терминов в зарубежной и отечественной литературе, касающихся теории и методологии оценки стоимости бизнеса, существенно различаются, что обуславливает необходимость проведения соответствующей работы по унификации.

В Законе РФ № 135 от 29 июля 1998 года «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» дано достаточно удачное определение ключевого понятия рыночной стоимости бизнеса. Согласно Ст. 3. «Под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, то есть когда:

- одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

- стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах, объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
- цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;
- платеж за объект оценки выражен в денежной форме».

«Концепция – система связанных между собой и вытекающих один из другого взглядов на то или иное явление» [54].

Гудвилл – это неосязаемый актив, возникающий благодаря известности названия компании, репутации, наличию постоянной клиентуры, местоположению, продуктам и аналогичным факторам, которые нельзя выделить и/или оценить по отдельности, но которые создают экономические выгоды.

Гудвилл – это преимущества, которые получает покупатель при покупке уже существующей и действующей компании, по сравнению с организацией новой фирмы.

Контролируемая доля акций (мажоритарная доля) – это такая доля в собственности, которая обеспечивает владение более 50% «голосующих» акций в бизнесе.

Неконтролируемая доля акций (миноритарная) – это такая доля в собственности, которая обеспечивает владение менее 50% «голосующих» (обыкновенных) акций в бизнесе.

Постпрогнозный (терминальный, продленный) год – это следующий целый год после того года, на который были спрогнозированы экономические и финансовые результаты деятельности компании.

Под *капитализированной стоимостью* предприятия понимается произведение рыночной (курсовой) стоимости акций на их количество.

Альтернативные издержки, соответствующие для определенной категории инвесторов, равны доходности, ожидаемой этими вкладчиками от использования других инвестиций с эквивалентным уровнем риска.

Стоимость основной деятельности – это стоимость, равная дисконтированной стоимости ожидаемого в будущем свободного денежного потока.

Свободный денежный поток равен сумме полученной прибыли от основной деятельности за вычетом налогов минус инвестиции в оборотные средства, основные средства (недвижимость, производственные помещения, оборудование) и прочие активы. Иллюстративный пример расчета свободного денежного потока некой компании приведен в приложении 3.

Деловая единица (бизнес-единица) – это юридически самостоятельная дочернее предприятие, входящее в состав материнской компании.

С учетом того, что предметом диссертационного исследования и разработки является формируемая концепция, дадим определение этого понятия, которое мы разделяем.

Денежный поток – движение денежных средств, возникающее в результате использования бизнеса.

Чистый денежный поток от собственного капитала, как правило, описывается следующим уравнением: чистый доход после уплаты налогов плюс амортизация и другие неденежные расходы (например, представленные в виде пакета акций, облигаций) минус капитальные затраты, минус приросты оборотного капитала плюс приросты долга с выплатой процентов за вычетом сумм выплат в погашение долга.

Чистый денежный поток от инвестированного капитала, как правило, описывается следующим уравнением: прибыли до уплаты процентов и налогов минус налоги на прибыль, плюс амортизация и другие неденежные расходы, минус капитальные затраты, минус приросты оборотного капитала.

Рыночная цена – предлагаемая, запрашиваемая или уплаченная денежная сумма при любой бизнес-сделке.

Скорректированная цена бизнеса – цена продажи объекта бизнеса после ее корректировки, обусловленной необходимостью учета его различных особенностей.

Копия – точное воспроизводство объекта оценки.

Аналог – объект сходный или подобный оцениваемому предприятию.

Норма дисконтирования – норма сложного процента, применяемая при пересчете стоимости денежных потоков на определенный момент времени.

Дисконтирование – способ определения стоимости бизнеса на определенный момент времени.

Приложение 2

Структура массива заявок, связанных с продажей готового бизнеса

(предложение) [<http://www/e-buyseell.biz/stat-open.asp>]

Вид деятельности/отрасль	Количество заявок в системе	Оборот в млн долл.	Процент к обороту
Торговля	56	32,7871	6,17
Строительство	13	29,443	5,54
Производство	201	256,150	48,18
Транспорт	15	22,7	4,27
Общественное питание	29	25,187	4,74
Сельское хозяйство и переработка сельхозпродукции	17	13,037	2,45
Медицина и фармакология	17	1,865	0,35
Услуги и сервис	94	13,1827	2,48
Инвестиционная, финансовая и страховая деятельность	28	2,78935	0,52
ИТ индустрия	21	6,596	1,24
Развлечения, туризм, дома отдыха, игорный, спортивный бизнес	31	27,92	5,25
Автозаправочные станции и обслуживание автомобилей	9	2,3815	0,45
Коммерческая деятельность	18	28,181	5,3
Другое	22	69,43	13,06

Доля в продаваемом предприятии	Количество заявок в системе	Оборот в млн долл.	Процент к обороту
Контрольный пакет акций	477	343,037	90,02
Миноритарный (неконтрольный) пакет акций	23	35,545	9,33
Блокирующий пакет акций	11	2,495	0,65

Окончание приложения 2

Структура массива заявок, связанных с продажей готового бизнеса

(спрос) [<http://www/e-buysell.biz/stat-open.asp>]

Вид деятельности/отрасль	Количество заявок в системе	Оборот в млн долл.	Процент к обороту
Торговля	18	4,11	9,44
Строительство	3	0,325	0,75
Производство	15	22,2	50,99
Транспорт	4	0,28	0,64
Общественное питание	5	0,775	1,78
Медицина и фармакология	7	0,55	1,26
Услуги и сервис	24	4,351	9,99
Инвестиционная, финансовая и страховая деятельность	8	3,96	9,09
ИТ индустрия	2	0,168	0,38
Развлечения, туризм, дома отдыха, игорный, спортивный бизнес	8	1,742	4,0
Автозаправочные станции и обслуживание автомобилей	10	0,89	2,04
Коммерческая деятельность	4	0,3	0,69
Другое	11	3,89	8,93

Доля в продаваемом предприятии	Количество заявок в системе	Оборот в млн долл.	Процент к обороту
Контрольный пакет акций	76	71,095	91,91
Миноритарный (неконтрольный) пакет акций	6	4,245	5,49
Блокирующий пакет акций	2	2,015	2,6

Приложение 3

Стоимостные оценки брендов по зарубежным компаниям

Компания	Страна	Год	
		1999	2000
Стоимость бренда в млрд долл.			
Coca Cola	США	83,8	72,5
Microsoft	США	56,7	70,2
IBM	США	43,8	53,2
Intel	США	30,0	39,0
Nokia	Финляндия	20,7	38,5
General Electric	США	33,6	38,1
Ford	США	33,2	36,4
Disney	США	32,8	33,6
McDonald's	США	26,2	27,9
AT&T	США	24,2	25,5

*Журнал «Эксперт» №10 (70) от 12 марта 2001 года

Приложение 4

Расчет свободного денежного потока компании (в млн дол.)

Наименование исходных данных	Год		Прогноз на год		
	1998	1999	2000	2001	2002
Прибыль до уплаты налогов и процентов	401	439	468	506	545
Налог на прибыль в денежном выражении	-137	-138	-153	-166	-178
Чистая прибыль от основной деятельности за вычетом налогов	264 (401-137)	301	315	340	367
Амортизационные отчисления	73	84	97	105	115
Валовый денежный поток	337 (264+73)	385	412	445	482
Изменение объема привлекаемых оборотных средств	-46	70	33	35	38
Капитальные затраты	266	235	157	213	232
Прирост чистых прочих активов	-17	-16	-4	-5	-5
Валовые инвестиции	203 (266-46-17)	289	186	243	265
Свободный денежный поток от основной деятельности	134 (337-203)	96	226	202	217

Приложение 5

Пример расчет для малого предприятия ставки капитализации
согласно кумулятивной модели и после проведения необходимых
корректировок

№ п.п.	Рас-чет	Этапы определения ставки капитализации	Значение, в %
1		Безрисковая ставка дохода на капитал	13
2	+	Надбавка на оценку альтернативных издержек за размер предприятия.	6
3		<i>Другие факторы альтернативных издержек:</i>	
	+	оценка отраслевых альтернативных издержек.	5
	+	оценка финансовых альтернативных издержек	3
	+	разнообразность деятельности	5
	+	компетенция менеджмента	5
	=	Ставка дисконтирования для чистой прибыли	37
4	-	Средний темп прироста чистой прибыли	8
	=	Коэффициент капитализации чистой прибыли в среднем за год	25

В качестве безрисковой ставки дохода на капитал выбрана ставка по валютным депозитам для юридических лиц сроком до 90 дней категории «А», которая равна на дату оценки 30.01.2002 г. — 13% (по вкладам от 10 000 долларов США).

Согласно международной практике, средняя надбавка для небольших предприятий за размер колеблется от 2 до 6%. В силу того, что по сравнению с предприятиями-аналогами работающими в отрасли оцениваемое гипотетическое предприятие имеет меньший размер, то в перспективе оно будет иметь и меньший уровень доходности. Поэтому данную надбавку следует установить на уровне 6%.

Надбавку на отраслевую оценку альтернативных издержек примем равной 5%.

Надбавку за оценку финансовых альтернативных издержек примем в размере 3%, так как предприятие имеет низкие показатели ликвидности.

Надбавку за риск разнообразной деятельности возьмем в размере 5%. Это обусловлено тем, что продукция предприятия достаточно широко представлена на рынке.

Надбавку на оценку профессиональности менеджмента примем в размере 5%. Это связано с тем, что администрация предприятия состоит из высококвалифицированных менеджеров, но в их работе существуют определенные недостатки. Например, на это указывает неблагоприятной соотношение показателей выручки и активов.

Средний темп прироста чистой прибыли, используемый в расчете, будем полагать равным 8% в год.