DOI: 10.17117/na.2015.07.095

Поступило в редакцию: 23.07.2015

<http://ucom.ru/doc/na.2015.07.095.pdf>

Джиоева А.К. Методы оценки бизнеса

Dzhioeva A.K. Methods of business valuation

В теории и практике оценки бизнеса применяют три стандартных подхода: затратный, сравнительный и доходный. При затратном подходе стоимость бизнеса рассматривается с точки зрения понесенных издержек. Сравнительный подход применяется для оценки рыночной стоимости компании на основе фактических данных фондового рынка. Доходный подход основывается на принципе, по которому текущая стоимость компании есть текущая стоимость чистых доходов, ассоциированных с ней
Ключевые слова: оценка бизнеса, затратный подход, сравнительный подход, доходный подход

Джиоева Ада Константиновна

Кандидат технических наук, доцент
Северо-Осетинский государственный университет
им. К.Л. Хетагурова
Северная Осетия-Алания, г. Владикавказ, ул.
Ватутина, 44-46

In the theory and practice of business valuation used three standard approaches: cost, market and income. The cost approach the value of the business is considered from the point of view of costs incurred. A comparative approach is used to assess the market value of the company based on actual stock market data. The income approach is based on the principle that the present value of a company is the present value of the net revenues associated with it

Key words: business valuation, the cost approach, the comparative approach, the income approach

Dzhioeva Ada Konstantinovna

Candidate of Engineering Sciences, Associate
Professor
North-Ossetian state University named C.L.
Khetagurov
North Ossetia-Alania, Vladikavkaz, Vatutina st., 44-46

Оценочная деятельность в Российской Федерации существует с момента принятия Федерального закона от 29.07.1998 N 135-ФЗ "Об оценочной деятельности в Российской Федерации" (далее – Закон N 135-ФЗ). Позже на основании него вышли первые стандарты оценки, которые по большому счету были заимствованы у западных стран. С тех пор оценочная деятельность постоянно совершенствуется. Так, сравнительно недавно в 2007 г. в России вышли новые федеральные стандарты оценки, ознаменовавшие появление саморегулируемых организаций оценщиков (ФСО N N 1, 2, 3).

В теории и практике оценки бизнеса применяют три стандартных подхода: затратный, сравнительный и доходный. Следовательно, оценка любого объекта и, в частности, стоимости компании также проводится на основании трех стандартных подходов.

При затратном подходе стоимость бизнеса рассматривается с точки зрения понесенных издержек. Балансовая стоимость активов и обязательств ком-

пании вследствие инфляции, изменения конъюнктуры рынка, используемых методов учета, как правило, не соответствует рыночной стоимости. Следовательно, для определения рыночной стоимости компании статьи баланса должны быть скорректированы и отражены по реальным рыночным стоимостям. После этого скорректированные статьи актива баланса уменьшаются на текущую стоимость всех обязательств, что и дает рыночную стоимость собственного капитала компании.

В основе затратного подхода лежит принцип замещения, который заключается в том, что рациональный покупатель не заплатит за рассматриваемый объект сумму большую, чем затраты на создание сопоставимого по характеристикам и функциональному назначению объекта.

В случае применения затратного подхода оценщик так или иначе отталкивается в своих расчетах от показателей бухгалтерского учета и отчетности, поэтому необходимо учитывать, что балансовая стоимость имущества компании может быть значительно искажена за счет влияния разновременных капитальных затрат, результатов переоценок, различных способов учета активов и обязательств, последствий изменения учетной политики компании, применения схем оптимизации налоговых выплат и т.д. Кроме того, в финансовой отчетности зачастую не находят отражения активы, которые благодаря своей ценности (потенциальной доходности) могут иметь значительную рыночную стоимость. Как правило, к таким объектам относятся различные виды нематериальных активов: товарные знаки, патенты, ноу-хау и т.д.

Область применения затратного подхода лежит в оценке рыночной стоимости собственного капитала компании исходя из представления о гипотетической продаже ее активов. Наибольшее значение результаты применения методов затратного подхода имеют для оценки в случаях, когда: оценивается контрольный пакет акций; компания обладает значительными материальными активами; есть возможность выявить и оценить нематериальные активы; компания является холдинговой или инвестиционной; значительную часть активов компании составляют финансовые активы (в частности, вложения в дочерние и зависимые компании); оценивается ликвидационная стоимость.

Сравнительный подход применяется для оценки рыночной стоимости компании на основе фактических данных фондового рынка о ее котировках и (или) компаний-аналогов, а также на основе фактической информации о сделках с пакетами акций оцениваемой компании и сопоставимых компаний вне фондового рынка, в том числе информации о слияниях и поглощениях [1].

Возможность использовать данный подход определяют следующие базовые положения, доказывающие объективность полученного результата. Во-первых, в качестве ориентира используются реально сформированные рынком цены на акции компаний-аналогов. При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи компании в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости компании. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности компании и т.д. Во-вторых, срав-

нительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции (при адекватном риске и свободном размещении капитала) обеспечивает выравнивание рыночных цен.

В-третьих, цена акций компании отражает ее хозяйственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных компаниях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

В рамках сравнительного подхода принято выделять: метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевых коэффициентов. Метод рынка капитала (компании-аналога) применим в случае наличия финансовой информации о компаниях-аналогах, акции которых обращаются на фондовом рынке. По состоянию на дату оценки осуществляется поиск информации о продаже акций компаний-аналогов в котировальных системах или о наличии индикативных котировок. Метод сделок (сравнения продаж) позволяет определить стоимость компании на основе сравнения с компаниями-аналогами, пакеты акций которых были приобретены в течение недавнего периода.

Метод отраслевых коэффициентов базируется на анализе продаж акций в той или иной отрасли, по которому выводится определенная зависимость между ценой продажи и каким-то показателем. Такие отраслевые коэффициенты

рассчитываются на основе длительных статистических наблюдений за ценами продаж компаний и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. В России данный метод не получил достаточного распространения в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного мониторинга рынка.

При применении метода рынка капитала и метода сделок сначала производится соответствующая выборка компаний-аналогов на основании критерия сопоставимости. Сопоставимыми компаниями можно считать те, которые действуют в той же отрасли, что и оцениваемая компания, и ведут аналогичную с ней деятельность. Анализ сопоставимых компаний выполняется также на основе исторических данных отчетности и финансовых и производственных показателей, рассчитанных по ним. Для каждой компании из выборки рассчитываются ценовые мультипликаторы. После расчета ценовых мультипликаторов по каждой компании-аналогу выбирается соответствующий мультипликатор для объекта оценки на основании анализа риска и финансовых характеристик оцениваемой компании и их сравнения с характеристиками компаний-аналогов. Затем выбранный мультипликатор применяют к соответствующим финансовым показателям оцениваемой компании. Полученное таким способом значение стоимости необходимо откорректировать с учетом других факторов, наиболее типичными из которых являются следующие: премия за наличие

контроля; скидка за отсутствие ликвидности; наличие непрофильных активов и т.д.

Доходный подход основывается на принципе, по которому текущая стоимость компании есть текущая стоимость чистых доходов, ассоциированных с ней. В его рамках принято выделять методы: дивидендный; прямой капитализации; дисконтированных денежных потоков (ДДП).

Чтобы оценить акцию дивидендным методом, необходимо оценить стоимость собственного капитала (ставку дисконтирования), ожидаемые коэффициенты выплат и ожидаемые темпы роста прибыли на одну акцию с течением времени[2].

При использовании метода прямой капитализации может капитализироваться некоторый нормализованный уровень непрерывно меняющихся доходов (с одним и тем же темпом роста). Рыночная стоимость компании определяется как отношение потока доходов к коэффициенту капитализации при допущении о том, что в обозримом будущем доходы бизнеса останутся примерно на одном уровне или будут изменяться по линейной зависимости.

В рамках метода ДДП оценщик дисконтирует будущие денежные потоки или доходы от прогнозируемой деятельности компании, приводя их к текущей стоимости. При использовании данного метода в расчет принимаются следующие факторы: денежные потоки, которые собственник актива ожидает получить в будущем; сроки получения данных денежных потоков; риск, который несет собственник активов.

Для определения текущей стоимости будущего дохода требуется провести всесторонний анализ финансовой деятельности компании, включая анализ доходов, расходов, инвестиций, структуры капитала, стоимости компании после окончания прогнозного периода и ставки дисконтирования. По отзывам западных специалистов, в 90% случаев применения доходного подхода для оценки средних и крупных компаний применяется именно этот метод. Оценка стоимости бизнеса методом ДДП предусматривает осуществление следующих этапов: определение времени получения доходов; составление прогноза будущих доходов; оценка риска, связанного с получением доходов.

Приведенная к текущей стоимости сумма будущих доходов служит ориентиром того, сколько готов заплатить за оцениваемое предприятие потенциальный инвестор. Основным показателем метода ДДП является чистый денежный поток, который рассчитывается как разница между притоком и оттоком денежных средств за определенное время.

Денежный поток может быть рассчитан как: денежный поток на собственный капитал; денежный поток на инвестированный капитал или бездолговой денежный поток.

На основе денежного потока на собственный капитал определяется рыночная стоимость собственных средств компании. Денежный поток на собственный капитал отражает в своей структуре планируемый способ финансирования стартовых и последующих инвестиций в компании. Применительно к каждому будущему периоду в нем учитываются ожидаемые: прирост долгосрочной задолженности компании (займов и кредитов); уменьшение обяза-

тельств компании (отток средств на погашение основной части долга ранее взятых кредитов); выплата процентов по кредитам в порядке их текущего обслуживания.

Дисконтирование такого денежного потока производится по ставке дисконтирования, отражающей стоимость привлечения собственного капитала (требуемой типичным инвестором).

Бездолговой денежный поток не отражает планируемого движения и стоимости кредитных средств, используемых для финансирования компании. Он также не учитывает суммы выплат процентов по кредиту и увеличение или уменьшение задолженности. Данный вид потока рассматривается с целью определения эффективности вложения капитала в целом. Полученные суммарные величины сопоставляются с полными инвестициями в бизнес независимо от их происхождения. Дисконтирование бездолгового денежного потока производится по ставке дисконтирования, отражающей средневзвешенную стоимость привлечения капитала компании. Таким образом, в процессе оценки могут быть использованы различные подходы, но решение вопроса об относительной значимости показателей стоимости, полученных на базе различных методов, должно определяться на основе обоснованного суждения оценщика, которое оформляется путем взвешивания стоимостей, определенных в результате использования двух и более методов.

Решение вопроса, каким стоимостным оценкам придать больший вес и как каждый метод взвешивать по отношению к другим, является ключевым на заключительном этапе процесса оценки.

Как правило, доходный подход является наилучшим для оценки стоимости приносящих доход компаний. Его смысл заключается в определении текущей величины будущих доходов от деятельности компании. Он основан на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса. В мировой практике в доходном подходе метод ДДП применяется чаще других, поскольку он точнее определяет стоимость бизнеса, лучше отражает позицию инвестора относительно доходности, перспектив и рисков бизнеса. Во всех сделках покупатель всегда стремится к тому, чтобы текущая стоимость ожидаемых доходов была равна или превышала уплаченную цену, в то время как продавец всегда стремится к тому, чтобы текущая стоимость ожидаемых доходов была равна или меньше цены сделки, поэтому покупатель и продавец должны договориться на единственной общей основе по сумме, равной текущей стоимости ожидаемых будущих выгод от владения собственностью.

Преимуществом использования сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические рыночные котировки и реально совершенные сделки с пакетами акций. Вместе с тем на использование результата, полученного в рамках сравнительного подхода, накладывается ряд существенных ограничений (в частности, различия в уровне рисков, норме доходности, стандартов бухгалтерского учета и т.д.).

При расчете стоимости собственного капитала компании в рамках затратного подхода оценщик анализирует и определяет по рыночной стоимости

каждый из активов компании, устанавливая текущую стоимость всех обязательств с учетом особенностей, присущих тому или иному бизнесу.

В заключение хотелось бы отметить, что нельзя четко и точно сказать, как нужно оценивать стоимость компании. Написать руководство к действию по ее оценке невозможно – везде есть своя специфика. Каждая компания требует индивидуального подхода, и здесь применимы лишь общие стандарты оценки. Все приходит с опытом, как на законодательном (государственном) уровне, так и в рамках каждой отдельно взятой компании. Законодательство в области оценки эволюционирует. Оценочные компании в России и за рубежом также развиваются. Появляются новые методы, идеи, веяния и нововведения, позволяющие совершенствовать механизм оценки стоимости компаний.

Список литературы:

1. Грязнова А.Г. Оценка бизнеса. М.: Финансы и статистика, 2009. С. 153-167.
2. Лопатников Л.И., Рутгайзер В.М. Оценка бизнеса. Словарь-справочник. Маросейка, 2009. С.64.

© 2015, Джисоева А.К.
Методы оценки бизнеса

© 2015, Dzhioeva A.K.
Methods of business valuation