

УДК 303.094.5:330.133:658.1

И.П. Булеев

доктор экономических наук

А.В. Фирсов

аспирант

Институт экономики промышленности НАН Украины, г. Донецк

ВЫБОР И ОБОСНОВАНИЕ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА: ТЕОРИЯ И ПРАКТИКА

Определено значение оценки бизнеса в целях развития компании. Выявлена роль нематериальных активов в промышленных компаниях. Рассмотрены некоторые факторы сдерживания капитализации компаний. Определены основные пути повышения реальной стоимости компании при ограничивающих условиях внутренней и внешней среды. Исследованы основные подходы оценки стоимости компании (бизнеса). Рассмотрены наиболее распространенные ошибки в оценках бизнеса.

Ключевые слова: капитализация, оценка бизнеса, подходы к оценке, методы стоимостной оценки, стоимость бизнеса.

I. Введение

В эпоху постиндустриального общества изучение вопросов, связанных с увеличением капитала бизнеса, способного в перспективе приносить экономические выгоды владельцам, обществу и экономике, остается актуальным. Несмотря на тенденцию роста сферы услуг над производством, промышленность для экономики остается основным двигателем развития общества. Следовательно, в изменчивых непредсказуемых условиях внешней среды концентрация внимания на бизнесе, занятом в промышленности, будет сохраняться. На первый план в развитии бизнеса постиндустриальных обществ выходят нематериальные активы (знание приобретает цену и становится формой капитала), интеллектуальные инновации, которые способны позволить бизнесу отстоять экономические интересы на внутренних (международных) рынках [1, с. 31].

Нематериальные активы в сочетании с современными материальными активами существенно влияют на лидирующие позиции бизнеса, его цену. Поэтому данные активы требуют адекватной оценки. Лица, заинтересованные в повышении стоимости компании, должны отслеживать состояние и цену бизнеса в той сфере, где компания имеет свои интересы. При оценке бизнеса важен учет всех составляющих бизнеса, повышающих или снижающих его цену, а также внутренних и внешних условий, сложившихся связей, которые определяют успех или неудачи компании.

Среди отечественных представителей следует указать работы С.А. Пузенко, А.Н. Чир-

кина, Р.А. Костырко, Н.В. Тертычной, В.А. Шевчука, Н.Г. Чумаченко, Я.И. Маркуса [2–5].

Вопросы оценки бизнеса и повышения стоимости компаний рассматриваются в работах зарубежных авторов: А. Дамодарана, П. Фернандеса, Н. Мастраккио, Х. Нельвальды, А. Раппопорта, используются в практике международной консалтинговой компании McKinsey & Company (Т. Коллер, М. Гоедхарт и Д. Весселс), К. Меллена, Ф. Эванса, К. Уолша, Ш. Пратта, В.М. Рутгайзера, В.В. Бочарова и др. [6–16].

Нерешенные вопросы заключаются в выборе объективных научно обоснованных методов оценки бизнеса в целях установления реальной стоимости компаний, а именно методов, которые учитывают не только интересы стейкхолдеров и аффилированных лиц в оценке бизнеса, но и тенденции развития общества, его интересы, с предъявляемыми временем требованиями к бизнесу.

II. Постановка задачи

Целью статьи является выбор и обоснование методов оценки реальной стоимости компаний путем установления цены бизнеса.

III. Результаты

Для всех, чьи интересы связаны с корпоративными финансами, знание и понимание механизма оценки стоимости компании является необходимым. Это важно не только из-за необходимости объективной оценки приобретаемых компаний, при их слиянии и поглощении, но также и потому, что процесс оценки компании и ее единиц (подразделений) помогает идентифицировать экономические источники создания или понижения их стоимости в границах компании [7, с. 2]. Поэтому чем лучше собственники владеют методами оценки бизнеса, тем больше они

имеют возможность позиционировать свою компанию в целях обеспечения ее максимальной стоимости [17, с. 1]. При позиционировании компании необходимо рассматривать бизнес как товар, так как бизнес является бизнесом только тогда, когда его можно продать [18].

Примером оценки крупного “товара” по Украине в 2013 г., может служить оценка компании “Конти” (вторая по объему производства кондитерских изделий в Украине и четвертая в России по итогам 2012 г.), стоимость которой, по мнению экспертов, составляет 1 млрд дол. США (результат применения мультипликаторов) [19]. В примере указана потенциальная рыночная стоимость бизнеса, так как в ходе оценки можно определить лишь потенциальную рыночную стоимость. Фактическая стоимость определяется в ходе заключения сделки купли-продажи. Потенциальная рыночная стоимость часто представляет собой виртуальный показатель, позволяющий управлять капитализацией (приращением материальных и нематериальных активов) [20, с. 8].

В данной статье под капитализацией подразумевается преобразование средств (всей или части чистой прибыли) в капитал, в результате которого достигается увеличение размера собственных средств [21]. В Украине оценка стоимости капитала и активов частных акционерных обществ зачастую производится субъективно. В большинстве случаев не учитываются процессы капитализации, интеллектуальный капитал, эффективность использования имеющихся ресурсов, не применяются рыночные методы оценки стоимости бизнеса [22, с. 25–26].

Для собственников бизнеса самое неприятное, что может произойти, – это недооценка бизнеса в целях купли-продажи, слияний и поглощений (M&A), первичного публичного размещения (IPO). Они несут потери, в то время как покупатель бизнеса от подобной сделки будет в выигрышном финансовом положении. Подобная недооценка может сложиться по разным причинам: несовершенство выбранных методов оценки в зависимости от целей оценки; неучет факторов внешней среды; недостоверность или неполнота информации; некомпетентность экспертов, выполняющих оценку бизнеса, и т. д. Недооценка бизнеса как такового является скорее исключением, чем распространенным явлением в области оценки компаний. Подобное с бизнесом может произойти в тех сферах экономической деятельности, где роль нематериальных активов выходит на первый план. Пример компаний, где нематериальные активы играют важную роль: AOL, AT&T, Baidu, eBay, Facebook, Microsoft, Oracle, Yahoo и т. д. Из данного перечня можно выделить переоцененную

компанию Facebook, вокруг которой в 2012 г. возник ажиотаж в ходе размещения акций в рамках IPO. Через два месяца цена за акции доткома¹ упала в разы, что привело к снижению рыночной стоимости компании в 2 раза по причине отсутствия четкой стратегии развития [23]. Оценка компаний является сложной и непрозрачной там, где роль материальных активов не существенна или недооценена.

Что касается бизнеса, занятого в промышленности, где преобладают активы материального характера, и по своей роли являющегося генератором собственного роста в стоимостном измерении, то здесь недооценка / переоценка будет зависеть от: активов (подход актива в оценке); финансовых результатов компании с учетом тенденции их динамики на годы вперед (доходный подход в оценке); схожих бизнесов, представленных на рынке (рыночный подход в оценке). Объективная оценка нематериальных активов в промышленных компаниях является прямым путем к повышению стоимости бизнеса при лимитированной материальной составляющей. Расширение границ стоимости материальной составляющей капитала компании возможно путем перенаправления средств, полученных от экономических выгод. Подобные решения принимает собственник бизнеса / акционеры. При принятии решений возникает противоречие – “получать” или “отдавать”. Под понятием “получать” понимается потребление владельцем бизнеса полученных выгод от деятельности компании на личные нужды, понятие “отдавать” заключается в направлении части полученных выгод в систему бизнеса, тем самым увеличивая капитал компании. Сдерживающими факторами к “отдаче” является отсутствие стабильности системы, где бизнес функционирует, альтернативных путей развития бизнеса при чрезвычайных ситуациях, которые возникают в результате влияния факторов внешней среды, а также в мышлении самого собственника, желающего потреблять “результаты” от деятельности компании в краткосрочной перспективе. По причине сдерживающих факторов в решении “получения завтра лучшего, чем есть сегодня” объясняется ситуация с высоким физическим и моральным износом основных средств компаний, что не может не сказаться на рыночной стоимости бизнеса. В оценке подобной компании можно найти путь к более приемлемой стоимости в лице нематериальных активов, но и они со временем

¹ Дотком – компания, бизнес-модель которой основана на работе в сети Интернет, как правило, через веб-сайт, с использованием домена верхнего уровня “.com” (зарегистрированы преимущественно сайты коммерческих организаций).

будут ограничены в силу износа материальной части, так как представляют промышленность, где нематериальным активам отведена второстепенная роль. Другими словами, нематериальные активы в промышленности представляют надстройку на фундаменте из материальных активов.

Для объективной оценки бизнеса необходимы и целесообразны:

- разработка нормативно-правовых актов или внесение изменений в существующие документы по вопросам деятельности субъектов хозяйствования и вида их сферы экономической деятельности, что позволит сделать бизнес более открытым для общества, защищенным для собственников;
- реализация проектов на основе государственно-частного партнерства в вопросах образования и науки, отвечающих современным требованиям развития общества, что обеспечит бизнесу и государству функционирование более качественного человеческого капитала;
- разработка долгосрочной стратегии развития бизнеса, что позволит использовать новые финансовые источники в целях приращения материальных и нематериальных активов;
- формирование особого внимания к капитализации компаний и его отражение в планах развития бизнеса;
- разработка прогнозов развития бизнеса, сценариев повышения его стоимости для применения своевременной корректировки среднесрочных и долгосрочных планов компании;
- разработка новых или использование имеющихся методов оценки бизнеса, учитывающих все нюансы объекта оценки, что предоставит собственникам возможность составить объективное представление о сложившемся положении в компании;
- периодическое и систематическое проведение оценки бизнеса в целях выявления факторов, повышающих или снижающих стоимость компании.

Дальнейшее изучение проблемы сводится к рассмотрению мировой практики в области методологии оценки бизнеса, что может быть использовано в отечественной практике.

Проведение оценки компании начинается с изучения профессиональных стандартов в области оценки бизнеса. Согласно международному стандарту оценки № 1 от AICPA (American Institute of Certified Public Accountants), наряду с другими профессиональными стандартами предусмотрено, что оценщик должен рассмотреть три наиболее распространенных оценочных подхода: методы капитализации доходов; методы, ос-

нованные на рынке; методы, основанные на активе [9, с. 6]. Рассмотрим их.

Методы, основанные на доходе. Доходный подход оценивает стоимость, делая основной акцент на способности компании генерировать прибыль в будущем [17, с. 2]. Наиболее распространенный метод оценки действующего бизнеса основан на капитализации доходов. Есть несколько методов, которые попадают в эту категорию. Они включают дисконтирование денежных потоков, капитализацию доходов, капитализацию денежных потоков и сверхприбыли. Эти методы рассчитывают приведенную стоимость будущих выгод. Они требуют определения ставки дисконтирования и капитализации, что может быть достигнуто путем использования метода накопления, или модели ценообразования основного капитала [9, с. 6]. Преимущество доходного подхода состоит в том, что он делает ставку непосредственно на финансовые данные компании, обеспечивая внутренний инструмент, который может обновляться из года в год, исходя из возможных изменений в формуле [17, с. 2].

Методы, основанные на рынке. Данный подход делает ставку, основываясь на схожих компаниях, занятых подобной коммерческой деятельностью, “директивах компании”, ставки которой сделаны через публично торгуемые данные или через фактические данные о сбыте. Используя этот подход, аналитик должен идентифицировать основные отличия между фирмами и сверить их, чтобы сделать разумное сравнение. Некоторые компании настолько уникальны или имеют такие явные преимущества перед другими компаниями (запатентованная технология), что сравнение данных неприемлемо. Стоимость обычно выражается в виде некоторого кратного числа, основанного на соотношении продаж, чистой прибыли, прибыли до вычета процентов, налогов, износа и амортизации (EBITDA) или другого финансового показателя.

Методы, основанные на активе. Данный подход обеспечивает пересчет балансовой стоимости активов либо рыночной (справедливой) стоимости. Этот метод основан на балансе и, как правило, не учитывает выгоды от потенциальных будущих доходов [17, с. 1]. Так как метод актива не учитывает деловую репутацию, большую часть времени деятельность компании основывается на текущей оценке капитализации доходов или рыночном подходе [9, с. 16]. В результате данный метод отражает лишь минимальную стоимость бизнеса и используется довольно редко [17, с. 1]. Подход актива может быть использован для установления нижней границы стоимости бизнеса [9, с. 16].

Иной подход к классификации стоимостной оценки бизнеса / компании предложен профессором финансового менеджмента бизнес-школы IESE П. Фернандесом.

П. Фернандес классифицирует методы оценки компаний по шести группам (таблица) [7, с. 2].

Таблица

Основные методы стоимостной оценки

Балансовый отчет	Отчет о финансовых результатах	Смешанный (гудвилл)	Дисконтирование денежных потоков	Создание стоимости	Опционы
Балансовая стоимость Скорректированная балансовая стоимость Ликвидационная стоимость Реальная стоимость	Мультипликаторы P/E Выручка от реализации P/EBITDA Другие мультипликаторы	Классический UEC Сокращенный доход Другие	Денежный поток собственного капитала Свободный денежный поток Денежный поток капитала APV	EVA Экономическая прибыль Денежная добавленная стоимость CFROI	Блэка-Шоулза Инвестиционный опцион Развертывание проекта Задержка инвестиций Альтернативное использование

Более подробная информация по представленным в таблице методам изложена в работе П. Фернандеса “Методы оценки компаний” [7]¹.

¹ Наиболее общие ошибки изложенных в таблице методов, которые П. Фернандес обнаружил в результате анализа тысячи оценок специалистов-оценщиков, к результатам которых он имел доступ в качестве бизнес-консультанта [8]:

1. Ошибки в вычислении учетной ставки и риска компании:

- A. Неправильная безрисковая ставка для оценки.
- B. Неправильное применение бета-коэффициента для оценки.
- C. Неправильная рыночная премия за риск для оценки.
- D. Неправильный расчет WACC.
- E. Неправильное вычисление стоимости налогового щита.
- F. Неправильная трактовка риска для государства.
- G. Использование неликвидности, малой капитализации или специфической премии, когда это не уместно.

2. Ошибки при вычислении или прогнозировании ожидаемых денежных потоков:

- A. Неправильное определение денежных потоков.
- B. Ошибки при оценке сезонных компаний.
- C. Ошибки, вызванные отсутствием прогноза баланса.
- D. Преувеличенный оптимизм при прогнозировании денежных потоков.

3. Ошибки в вычислении остаточной стоимости:

- A. Непоследовательность денежных потоков, использованных для расчета неограниченного срока.
- B. Отношение заемного капитала к собственному для расчета WACC, чтобы дисконтирование бессрочно отличалось от долга к собственному капиталу в результате оценки.
- C. Использование специальных формул, которые не имеют экономического смысла.
- D. Использование среднеарифметической и среднегеометрической для оценки роста.
- E. Расчет остаточной стоимости с использованием неверной формулы.
- F. Предположение, что бессрочность начинается за год до того как она действительно начнется.

4. Несоответствия и концептуальные ошибки:

- A. Концептуальные ошибки о свободных денежных потоках и потоке денежного капитала.
- B. Ошибки при использовании мультипликаторов.
- C. Несоответствие времени.
- D. Другие концептуальные ошибки.

5. Ошибки при интерпретации оценки:

- A. Неумение различать понятия “стоимость” и “цена”.

Анализ рассмотренных выше методов показывает, что даже в рамках одного подхода оценки, как правило, могут быть получены различные показания стоимости. Главное здесь – субъективный фактор – оценщик, от квалификации и профессионализма которого зависят результаты, умелое использование информации и методов, используемых в процессе оценки [24, с. 3].

В основу установления цены компании, как правило, положен принцип “действующего бизнеса”. Он предполагает, что компания является “живым” организмом, а не просто набором активов [25, с. 10]. Соответственно, подход к оценке компаний (бизнеса) должен отталкиваться от целей оценки: определение эффективности управления предприятием, продажа / покупка компании, объединение бизнеса, выпуск акций, раздел имущества и т. д. В итоге, заключительная оценка стоимости основывается на накопленных доказательствах, анализируемых и оцененных аргументированным профессиональным суждением оценщика [24, с. 3].

V. Утверждение, что “оценка является научным фактом, а не мнением”.

C. Оценка справедлива для всех.

D. Компания имеет ту же стоимость для всех покупателей.

E. Неумение отличать стратегическую стоимость для покупателя от рыночной стоимости.

F. Рассмотрение того, что деловая репутация включает в себя стоимость бренда и интеллектуальный капитал.

G. Упущение, что оценка является условным набором ожиданий о движении денежных потоков, который будет сгенерирован относительно их риска.

H. Утверждение, что “оценка является отправной точкой переговоров”.

I. Утверждение, что “оценка является 50% искусства и 50% науки”.

6. Организационные ошибки:

A. Оформление оценки без проверки прогнозом, выполненным клиентом.

B. Ввод в эксплуатацию оценки инвестиционного банка без какого-либо участия в нем.

C. Участие только финансового отдела в оценке целевой компании [8, с. 24].

IV. Выводы

Оценка бизнеса в стратегических планах компании позволяет заинтересованным лицам принимать обоснованные решения относительно их бизнеса, используя реальную ситуацию на рынках, объективную оценку стоимости бизнеса. Это особенно важно, поскольку общество, экономика развиваются нелинейно, приводя изменения в технику и технологии, изменяя общественные и производственные отношения. Адаптация компании к данным изменениям требует разнообразия и совершенствования внешних связей, внутренних перемен в бизнесе. Использование алгоритмов оценки стоимости компаний, мониторинг динамики цены бизнеса соответствует современным реалиям ведения бизнеса, обеспечивает достоверность и объективность оценки стоимости бизнеса, принятие обоснованного решения собственниками, стейкхолдерами относительно перспектив развития бизнеса. Однако исследование проблемы нуждается в продолжении.

Список использованной литературы

1. Фирсов А.В. Роль капитализации для промышленных предприятий / А.В. Фирсов // Материалы IX Международной научно-практической конференции "Тенденции и инновации современной науки" (22.08.2013) – Краснодар, 2013. – С. 31.
2. Пузенко С.А. Основы теории оценки. Порядок проведения независимой оценки в Украине / С.А. Пузенко. – К. : ФАДА, 2007. – 192 с.
3. Чиркин А.Н. Оценка бизнеса. Вопросы теории : курс лекций по оценке бизнеса / А.Н. Чиркин. – К. : УОО, 2009. – 109 с.
4. Костирко Р.О. Комплексна оцінка вартості підприємства : монографія / Р.О. Костирко, Н.В. Тертична, В.О. Шевчук ; [заг. ред. М.Г. Чумаченка]. – Х. : Фактор, 2008. – 278 с.
5. Пазірук В.І. Посібник з оцінки бізнесу в Україні / В.І. Пазірук, В.М. Шалаєв ; [заг. ред. Я. Маркуса]. – К. : Міленіум, 2002. – 342 с.
6. Aswath D. The Little Book of Valuation [Electronic Resource] / Damodaran Aswath. – 2010. – 311 p. – Mode of access: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/littlebookvaln.pdf>. – Title from the screen.
7. Fernandez P. Company Valuation Methods [Electronic Resource] / Pablo Fernandez. – 2013. – 20 p. – Mode of access: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=274973 – Title from the screen.
8. Fernandez P., Bilan A. 119 common errors in company valuations [Electronic Resource] / Pablo Fernandez, Andrada Bilan. – 2013. – 28 p. – Mode of access: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1025424. – Title from the screen.
9. Mastracchio Nicholas J. Business Valuation [Electronic Resource] / Nicholas J. Mastracchio. – 2009. – 36 p. – Mode of access: http://www.imanet.org/PDFs/Public/Research/SMA/SMA_BusinessValuation_2012.pdf. – Title from the screen.
10. Natalwala H. Business Valuation: Needs & Techniques [Electronic Resource] / Hozefa Natalwala. – 2009. – 133 p. – Mode of access: http://www.icaai.org/resource_file/17798business_valuation.pdf. – Title from the screen.
11. McKinsey&Company Inc. / Tim Koller, Marc Goedhart, David Wessels // Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 5 ed. / T. Koller, et al. – NJ : John Wiley&Sons, 2010. – 840 p.
12. Mellen M. Chris. Valuation for M&A: Building Value in Private Companies / C.M. Mellen., et al. – NJ : John Wiley&Sons, 2010. – 400 p.
13. Walsh C. Key Management Ratios, 4 ed. / C. Walsh. – NJ : FT Press, 2009. – 408 p.
14. Pratt Shannon P. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 5 ed. / S.P. Pratt, et al. – NY : McGraw-Hill, 2007. – 1000 p.
15. Рутгайзер В.М. Оценка стоимости бизнеса : учеб. пособ. / В.М. Рутгайзер. – М. : Маросейка, 2007. – 448 с.
16. Бочаров В.В. Управление стоимостью бизнеса : учеб. пособ. / В.В. Бочаров и др. – СПб. : Изд-во СПбГУЭФ, 2009. – 124 с.
17. Hayes P. What's Your Business Worth? [Electronic Resource] / Phil Hayes. – 2008. – 2 p. – Mode of access: <http://bermanhopkins.com.cciflorida.com:8000/bin/SCB-AUG08-PHayes.pdf>. – Title from the screen.
18. Структурирование бизнеса требует расходов, но они абсолютно оправдывают себя [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://ua-ekonomist.com/176-strukturirovanie-biznesa-trebuets-rashodov-no-oni-absolyutno-opravdyvayut-sebya.html>. – Название с экрана.
19. Борис Колесников продает "Конти" [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://forbes.ua/business/1354971-boris-kolesnikov-prodaet-konti>. – Название с экрана.
20. Палеев Д.Л. Основы оценки бизнеса. Введение [Электронный ресурс] / Д.Л. Палеев. – 2011. – 32 с. – Режим доступа: http://web-local.rudn.ru/web-local/prep/rj/index.php?id=719&mod=disc&disc_id=4584&disc_razdel=32083&p=-1. – Название с экрана.
21. Капитализация [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.rae.ru/monographs/70-2678>. – Название с экрана.
22. Брюховецкая Н.Е. Капитализация предприятий: теория и практика : монография / Н.Е. Брюховецкая ; под ред. И.П. Булеева, НАН Украины, Ин-т экономики пром-сти ; ДОНУЭП. – Донецк, 2011. – 328 с.

23. Стоимость Facebook уменьшилась в 2 раза с момента IPO [Электронный ресурс]. – Режим доступа: http://www.bbc.co.uk/russian/rolling_news/2012/08/120817_rn_facebook_shares.shtml. – Название с экрана.
24. The Commerce Trust Company. What's Your Business Worth? [Electronic resource]. – 2008. – 4 p. – Mode of access: <http://www.commercebank.com/wealth-management/trust/personal-wealth-management/financial-advisory-services/>. – Title from the screen.
25. Шитулин В. Оценка бизнеса [Электронный ресурс] / В. Шитулин // Тренинг оценки стоимости компаний от компании “Эрнст энд Янг”. – 2006. – 255 с. – Режим доступа: <http://rutracker.org/forum/viewtopic.php?t=2318039>. – Название с экрана.

Стаття надійшла до редакції 16.09.2013.

Булєєв І.П., Фірсов А.В. Вибір і обґрунтування підходів до оцінювання вартості бізнесу: теорія і практика

Визначено значення оцінки бізнесу з метою розвитку компанії. Виявлено роль нематеріальних активів у промислових компаніях. Розглянуто деякі фактори стримування капіталізації підприємств. Визначено основні шляхи підвищення реальної вартості компанії при обмежувальних умовах внутрішнього і зовнішнього середовища. Досліджено основні підходи до оцінювання вартості компанії (бізнесу). Розглянуто найбільш поширені помилки в оцінках бізнесу.

Ключові слова: капіталізація, оцінка бізнесу, підходи до оцінювання, методи вартісного оцінювання, вартість бізнесу.

Buleev I., Firsov A. Selection and justification of approaches to business valuation: the theory and practice

The value of business valuation for the company is determined. The role of intangible assets in the industrial companies is revealed. The some factors deterring capitalization of enterprises are examined. The main ways of increasing the real value of the company under limiting conditions of internal and external environment are determined. The basic approaches of valuation of the company (business) are explored. The most common errors in business valuations are described.

Key words: capitalization, business valuation, approaches to evaluation, valuation techniques, business value.