

Ведение в оценку стоимости бизнеса.

Вадим В. Павловец (pva_chp@mail.ru)
фирма ИЛИП <http://ilip.itc.etu.ru>

Оценке стоимости бизнеса¹, как и любому другому научно-практическому направлению человеческой мысли свойственно наличие специфической терминологии. Поэтому статью необходимо начать с определения используемых далее терминов, что должно позволить автору и читателям общаться на "одном языке".

Терминология оценки.

Поскольку в России оценка бизнеса только начинает развиваться, то вполне естественным является отсутствие консенсуса в используемой терминологии. А как показала практика (в том числе и форум на Cfin.ru), основные разногласия и отсутствие взаимопонимания оппонентов при обсуждении процесса оценки бизнеса вызывает именно различная трактовка используемых терминов.

В такой ситуации существует единственно возможный путь для нахождения общего языка - использование некоторого стандарта терминов. И тут можно пойти по двум направлениям:

- 1) Использовать российские специальные стандарты ([ГОСТ Р 51195.0.02-98](#) или [стандарты РОО](#));
- 2) Использовать иностранный накопленный опыт в оценке бизнеса.

Вероятно, предпочтительным является второй путь, поскольку он позволит сократить временные затраты и позволит общаться на одном языке с западными коллегами. Более того, российские стандарты не являются специфичными для оценки бизнеса, они написаны для оценки имущества в целом.

Наибольший методический интерес, при рассмотрении оценки бизнеса, представляют ставшие концентрацией американского опыта стандарты BSV Американского Общества Оценщиков ([ASA](#)). Терминологию по оценке бизнеса определяет стандарт BSV-I принятый в 1988 году и дополнения к стандарту BSV-I принятые в 1991 году. Вот основные определения:

- Оценка (appraisal, valuation) - акт или процесс определения стоимости.
- Оценка бизнеса (business valuation) - акт или процесс подготовки заключения или определения стоимости предприятия или доли акционеров в его капитале.
- Оценщик бизнеса (business appraiser) - лицо, которое благодаря полученному образованию и специальной подготовке, а также накопленному опыту квалифицирован как специалист, который правомочен производить оценку предприятия и/или его нематериальных активов.
- Оцененная стоимость (appraised value) - стоимость согласно мнению или определению оценщика.
- Стоимость действующего предприятия (going concern value) - стоимость функционирующего предприятия или доли акционеров в его капитале.
- Балансовая стоимость (book value) - разница между общей стоимостью активов (за вычетом износа, использованных ресурсов и амортизации) и общей суммой обязательств, в соответствии с данными баланса. Является синонимом чистой балансовой стоимости (net book value), чистой стоимости (net worth) и акционерного капитала (shareholder's equity).
- Обоснованная рыночная стоимость (fair market value) - цена, по которой совершается акт купли-продажи, когда обе стороны заинтересованы в сделке, действуют не по

¹ Здесь и далее бизнес и предприятие как синонимы (business enterprise)

принуждению и обладают достаточно полной информацией об условиях сделки и считают их справедливыми.

- Гудвилл, "доброе имя" фирмы (goodwill) - нематериальные активы компании, которые складываются из престижа предприятия, его деловой репутации, взаимоотношения с клиентурой, местонахождения, номенклатуры производимой продукции и др. Эти факторы отдельно не выделяются и/или не оцениваются в отчетности предприятия, но служат реальным источником прибыли.
- Подход к оценке стоимости (appraisal approach) - общий способ определения стоимости, в рамках которого используется один или более методов оценки.
- Метод оценки стоимости (appraisal method) - способ определения стоимости, который варьируется в зависимости от подхода к оценке стоимости.
- Процедура оценки стоимости (appraisal procedure) - операции, способы и технические приемы при выполнении этапов метода оценки стоимости.

Цели оценки.

"Метод оценки должен определяться причинами ее проведения." (из Howard Low Review, май 1966)

Прежде чем приступать к обсуждению подходов и методов, применяемых в процессе оценки бизнеса необходимо четко понимать, что весь процесс оценки напрямую зависит от причин ее побудивших и целей ею преследуемых. При этом один и тот же объект на одну дату обладает разной стоимостью в зависимости от целей его оценки, и стоимость определяется различными методами. На первый взгляд это кажется, по меньшей мере, странным и вспоминается анекдот - "А сколько надо?", но не спешите с выводами.

Сначала определим, для каких целей может проводиться оценка бизнеса, а затем выясним причины такого различия. Вот примерная классификация существующих целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов:

Субъект оценки	Цели оценки
Предприятие как юридическое лицо	Обеспечение экономической безопасности
	Разработка планов развития предприятия
	Выпуск акций
	Оценка эффективности менеджмента.
Собственник	Выбор варианта распоряжения собственностью
	Составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации
	Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли
	Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика
	Определение размера ссуды, выдаваемой под залог
Страховые компании	Установление размера страхового взноса
	Определение суммы страховых выплат
Фондовые биржи	Расчет конъюнктурных характеристик
	Проверка обоснованности котировок ценных бумаг
Инвесторы	Проверка целесообразности инвестиционных вложений
	Определения допустимой цены покупки предприятия с целью включения его в инвестпроект
Государственные органы	Подготовка предприятия к приватизации
	Определение облагаемой базы для различных видов налогов

	Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства
	Оценка для судебных целей

Мы видим, насколько различны цели оценки. А теперь представим, может ли стоимость приобретения предприятия для реализации инвестпроекта быть равной стоимости принудительного банкротства, или суммарная стоимость акций реальной стоимости бизнеса по его активам? Да может, но только в очень редких случаях.

В действительности искомая стоимость бизнеса будет коррелироваться с целью проводимой оценки через саму стоимость. Так как различные цели оценки предполагают поиск различного вида стоимости.

Стандарты стоимости.

"Разумное обсуждение методов оценки невозможно без привязки к какому-либо общепризнанному определению стоимости..." (James C. Bonbmght)

Предположим что причина, побудившая оценку и цель оценки нам известна, и становится вопрос выбора искомого вида стоимости. Чтобы разобрать эту процедуру вспомним, что рынок платит только за те активы, которые приносят ему доход от их использования.

Для выбора адекватного стандарта стоимости бизнеса такой основной признак - источник формирования дохода. Всего выделяется два источника формирования дохода при использовании предприятия: 1) Доход от деятельности предприятия, 2) Доход от распродажи активов предприятия.

Соответственно этому выделяется два вида стоимости:

1. *Стоимость действующего предприятия.* Это стоимость, отражающая первый источник дохода, предполагает, что предприятие продолжает действовать и приносить прибыль.
2. *Стоимость предприятия по активам.* Это стоимость, отражающая второй источник дохода, предполагает, что предприятие будет расформировано или ликвидировано, т.е. предприятие оценивается поэлементно.

Вот наиболее часто применяемые виды (стандарты) стоимости отражающие источники образования дохода:

Действующее предприятие	Поэлементная оценка
Обоснованная рыночная стоимость.	
Этот вид стоимости отражает максимум стоимости предприятия и отражает оба подхода.	
Инвестиционная стоимость. Это обоснованная стоимость предприятия для конкретного или предполагаемого владельца. Учитывает прирост прибыли от использования ноу-хау, планов реорганизации и др. предполагаемого владельца.	Ликвидационная стоимость. Это обоснованная стоимость продажи активов предприятия за вычетом общей суммы обязательств и затрат на продажу.

Замечание. Балансовая и рыночная стоимость предприятия не являются полноценными стоимостями и не были включены в классификацию. Дело в том, что балансовая стоимость включает только часть активов предприятия, активы включенные в бухгалтерский баланс. Рыночная стоимость - это стоимость произошедшей сделки, т.е. отражает прошлое состояние объекта.

Дополнительное представление о стандартах стоимости дает системный подход. С точки зрения системного подхода к предприятию и его стоимости перечисленные стандарты стоимости приобретают следующий смысл:

- Ликвидационная стоимость - это стоимость элементов (активов) входящих в систему (предприятие).
- Обоснованная рыночная стоимость - это стоимость предприятия как системы элементов (активов), т.е. стоимость элементов (активов) плюс системный эффект (goodwill).
- Инвестиционная стоимость - это стоимость предприятия как элемента системы высшего порядка (подсистемы), т.е. стоимость элементов (активов) плюс системный эффект первого порядка (goodwill) плюс системный эффект высшего порядка (корпоративный эффект).

Следующим шагом после выявления необходимого стандарта стоимости отражающего цели оценки - это выбор необходимых процедур и методов оценки.

Процедуры и методы оценки.

В теории и практике оценки бизнеса по аналогии с оценкой недвижимости традиционно существует классификация подходов к оценке бизнеса по используемым исходным данным:

Оценка бизнеса	Оценка недвижимости
рыночный подход	Рыночный подход
доходный подход	Доходный подход
подход на основе активов	Затратный подход

Стандарт BSV-I дает следующее определение этим подходам:

- Рыночный подход (market approach) - общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на сравнении данного предприятия с аналогичными уже проданными капиталовложениями.
(сам подход регламентируется стандартом BSV-VI)
- Доходный подход (income approach) - общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на пресечете ожидаемых доходов.
(сам подход регламентируется стандартом BSV-VII)
- Подход на основе активов (asset based approach) - общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных непосредственно на исчислении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств.
(сам подход регламентируется стандартом BSV-IV)

Перечисленным подходам соответствуют следующие методы:

Понятие ⇒	Доход	Затраты	Рынок
Подход ⇒	Доходный подход	Подход чистых активов	Рыночный подход
Методы ⇒	дисконтированная будущая прибыль	стоимость чистых активов	отношение цены и прибыли
	дисконтированный будущий денежный поток	ликвидационная стоимость	отношение цены и денежного потока
	капитализация нормированной прибыли	метод избыточных прибылей	отношение цены и валового дохода
	капитализация нормированного денежного потока		цена на одного подписчика
			отношение цены и стоимости активов
			прошлые сделки с акциями компании
			предложения о покупке компании

Следует отметить, что ни один из перечисленных подходов и методов не только не является взаимоисключающими, но и дополняют друг друга. Конечно, было бы странным использовать все возможные методы для оценки одного объекта. Обычно при оценке бизнеса в зависимости от целей оценки, искомой стоимости, поставленных условий, состояния самого объекта и состояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов наиболее подходящих в данной ситуации.

Проводя выбор необходимых методов для проведения процесса оценки бизнеса необходимо представлять преимущества и недостатки, которые несет в себе каждый подход и метод.

	<i>Подход</i>		
	<i>Рыночный</i>	<i>Доходный</i>	<i>Накопления активов</i>
Преимущества	<ol style="list-style-type: none"> 1 полностью рыночный метод 2 отражает нынешнюю реальную практику покупки 	<ol style="list-style-type: none"> 1 единственный метод учитывающий будущие ожидания 2 учитывает рыночный аспект (дисконт рыночный) 3 учитывает экономическое устаревание 	<ol style="list-style-type: none"> 1 основывается на реально существующих активах 2 Особенно пригоден для некоторых видов компаний
Недостатки	<ol style="list-style-type: none"> 1 основан на прошлом, нет учета будущих ожиданий 2 необходим целый ряд поправок 3 труднодоступные данные 	<ol style="list-style-type: none"> 1 трудоемкий прогноз 2 частично носит вероятностный характер 	<ol style="list-style-type: none"> 1 часто не учитывает стоимость НМА и goodwill 2 статичен, нет учета будущих ожиданий 3 не рассматривает уровни прибылей

Окончательный выбор необходимых методов проводится с позиций здравого смысла. Например:

- Если цель оценки - определение ликвидационной стоимости, то применение метода компании-аналога и методов доходного подхода не имеет смысла.
- Инвестиционная стоимость будет определяться методами доходного подхода.

Когда выбор необходимых методов оценки состоялся, в ход вступают расчетные процедуры. По окончании процесса расчетов появляется 2-3 цифры (в зависимости от числа выбранных методов) отражающие стоимость предприятия. Итоговая величина стоимости предприятия определяется одним из двух базовых методов: математическим взвешиванием и субъективным (экспертным) взвешиванием. При выборе удельного веса каждого оценочного метода учитываются следующие факторы:

- Характер бизнеса и его активов;
- Цель оценки и используемое определение стоимости;
- Количество и качество данных, подкрепляющих каждый метод.

Корректировка стоимости.

Вне зависимости от того, рассчитана ли стоимость бизнеса методами, основанными на прогнозе на будущее, или же за основу берутся ретроспективные данные, оценка бизнеса опирается на ряд ключевых переменных. Их относительная важность может быть различной в зависимости от конкретной ситуации, но на заключение о стоимости влияют такие внутренние переменные, требующие корректировки, как:

1. Размер оцениваемой доли бизнеса (контрольная или миноритарная);
2. Наличие голосующих прав;
3. Ликвидность доли и/или бизнеса;
4. Положения, ограничивающие права собственности;
5. Финансовое положение оцениваемого объекта;
6. И др.

Более того, сумма стоимостей всех отдельных пакетов акций (долей бизнеса) может равняться, а может и 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, что владение предприятием, оцениваемым как единое целое, сопряжено с иными правами и интересами, чем сумма всех интересов, взятых на миноритарной основе.

Проведение большинства корректировок производится на основании экспертных методов.