

МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ: СУЩНОСТЬ И ОСОБЕННОСТИ ПРИМЕНЕНИЯ

Концепция управления предприятием на основе оценок роста его стоимости (или роста стоимости бизнеса) сформировалась в середине 80-х гг. XX в. как интегрированная концепция экономического анализа управленческих решений, основанная на фундаментальных результатах теории корпоративных финансов и методах стратегического менеджмента. В рамках этой концепции оценка финансовых последствий важнейших управленческих решений строится с учетом вероятной динамики изменений внешней и внутренней среды деятельности предприятия. Важнейшей целью становится максимизация стоимости предприятия, а главной отличительной чертой корпоративного управления - нацеленность в будущее. Управление стоимостью - это управление будущим [4]. Максимизация стоимости – это не разовая задача, а непрерывный и возобновляющийся цикл стратегических и оперативных решений. Звеном, замыкающим цикл создания стоимости, является система взаимосвязанных показателей и нормативов, по которым оценивается успешность достижения поставленных целей и определяется доля каждого работника в общем успехе предприятия.

Решением проблемы относительно оценки стоимости предприятий на сегодняшний день занимаются Дымшаков А. [1], Егерев И.А.[2], Есипов В.Е., Терехова В. В., Маховикова Г. А. [3], Ибрагимов Р. [4], Павловец В.В. [6], Раппопорт А. [7]. К сожалению, не все предложенные методы оценки применимы в украинской экономике.

Поскольку в Украине оценка бизнеса или, что то же самое, оценка предприятия только начинает развиваться, то вполне естественным является изучение и систематизация существующих методов оценки предприятия, изучение возможности и целесообразности их применения, а также их адаптация к условиям деятельности украинских предприятий и особенностям потребностей в результатах оценки.

Целью статьи является анализ методов стоимости предприятия, оценка их применимости в украинской экономике.

Словосочетание Value Based Management стало сегодня символом применения последних достижений в области управленческих технологий и самых современных инструментов финансового менеджмента, позволяющих эффективно планировать, контролировать и направлять действия предприятия на пути к достижению экономически оправданных целей. В рамках концепции управления стоимостью (VBM) оценка бизнеса должна стать основанием для разработки планов и стратегий развития предприятия; для оценки эффективности менеджмента и эффективности деятельности предприятия; для определения реальной стоимости одной акции. Центральный вопрос концепции Value Based Management - как управлять предприятием, чтобы его стоимость росла? Объединив в себе весь предыдущий опыт развития концепций управления, стоимостной подход отражает качественный скачок в идеологии оценки и принятия управленческих решений. За двадцать лет динамичного развития практика управления предприятием на основе оценок роста его стоимости не только получила широкое распространение, но и претерпела значимые качественные изменения, одной из форм которых является появление многочисленных подходов и методов оценки стоимости предприятия.

Оценка бизнеса (business valuation) в соответствии со стандартами BSV Американского Общества Оценщиков рассматривается как акт или процесс подготовки заключения или определения стоимости предприятия или доли акционеров в его капитале. Терминологию по оценке бизнеса определяет стандарт BSV-I, принятый в 1988 г., и дополнения к стандарту BSV-I, принятому в 1991 г. Обращение к понятийному аппарату стандартов BSV Американского Общества Оценщиков обусловлено отсутствием общепринятой терминологии в Украине в оценке предприятия, поскольку это направление менеджмента еще пребывает в стадии становления, а практическая деятельность в Украине только-только начинается. Обращение к понятийному аппарату стандартов BSV Американского Общества Оценщиков целесообразно еще и потому, что это позволит сократить временные затраты на разработку собственной методологии оценки бизнеса, в чем, собственно, и нет потребности.

В соответствии со стандартами BSV подход к оценке стоимости (appraisal approach) рассматривается как общий способ определения стоимости, в рамках которого используется

один или более методов оценки, а метод оценки стоимости (appraisal method) определен как способ определения стоимости, который варьируется в зависимости от подхода к оценке стоимости.

В теории и практике оценки предприятия уже разработаны соответствующие подходы и методы, которые достаточно подробно представлены в ряде зарубежных и российских публикаций [2, 6, 7]. На основе этих и других публикаций представляется возможным некоторое упорядочение подходов и методов к оценке стоимости предприятия, представленное в табл. 1.

Таблица 1. Подходы и методы оценки стоимости предприятия и особенности их применения

Подход	Сущность подхода	Методы	Особенности применения метода
Затратный	Оценка предприятия осуществляется, исходя из величины тех активов и обязательств, которые приобрело предприятие за период своего функционирования на основе принципа замещения. Актив не должен стоить больше затрат за замещение его основных частей.	Метод чистых активов	Применяется, если имеется обоснованная уверенность относительно функционирования предприятия в будущем
		Метод ликвидационной стоимости	Применяется, если имеются обоснованные сомнения относительно продолжения функционирования предприятия в будущем
Доходный	Оценка предприятия осуществляется на основе доходов предприятия, тех экономических выгод, которые получает собственник от владения предприятием (бизнесом)	Метод дисконтированных денежных потоков	Применяется, если существует возможность правильного определения ставки дисконтирования
		Метод капитализации дохода	Применяется, если денежные потоки предприятия стабильны и отсутствует возможность обоснованно выделить факторы, влияющие на величину выбранного показателя дохода предприятия в будущем, и выразить в стоимостном выражении влияние выделенных факторов на величину выбранного показателя дохода
Рыночный (сравнительный)	Оценка предприятия проводится путем сравнения (сопоставления) объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними или с ценами ранее совершенных сделок с объектом оценки	Метод компании-аналога	Применяется, если размер оцениваемого участия в уставном (складочном) капитале является неконтрольным
		Метод сделок	Применяется, если размер оцениваемого участия в уставном (складочном) капитале является контрольным
		Метод отраслевых коэффициентов	Применяется, если имеются данные специализированных отраслевых исследований (обзоров), составленных на основе анализа не менее чем половины предприятий данной отрасли, сопоставимых по размеру с оцениваемым
		Метод предыдущих сделок с объектом оценки.	Применяется, если есть возможность корректировки ранее совершенных сделок с учетом фактора времени, а также изменения обстоятельств в экономическом и отраслевом окружении и в оцениваемом предприятии

Анализ сущности и условий применения приведенных в таблице методов оценки бизнеса позволяет сделать следующие заключения.

Сущность подходов к оценке стоимости предприятия к настоящему времени четко определена в соответствующих нормативных документах. Так, в стандарте BSV-I даны определения приведенных подходов. Затратный подход или подход на основе активов (asset based approach) – это 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). Доходный подход (income approach) – это общий способ определения стоимости предприятия и/или его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на пересчете ожидаемых доходов (сам подход регламентируется стандартом BSV-VII). Рыночный подход (market approach) – это 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).

Сущность каждого метода в общем виде достаточно подробно представлена в

современной экономической литературе по вопросам оценки стоимости предприятия [3, 5]. Относительно предпочтительности подходов к оценке бизнеса в формирующейся теории и пока что не очень продолжительной практике существуют разные точки зрения. Общеизвестно, что предпочтительность подходов к оценке предприятия зависит от целей оценки.

Ни один из приведенных в табл. 1 подходов и методов не является взаимоисключающим. Напротив, они дополняют друг друга. Не допускается применение затратного подхода в качестве единственного к оценке доходного бизнеса. Применение затратного подхода в качестве единственного к оценке предприятия должно быть аргументировано оценщиком. Обычно при оценке предприятия в зависимости от целей оценки, выбранной стоимости (стоимость действующего предприятия или стоимость предприятия по активам), поставленных условий, состояния самого объекта и состояния экономической среды используют сочетание двух-трех методов, наиболее подходящих в данной ситуации.

До сих пор в Украине, когда речь заходит о стоимости того или иного предприятия, наибольшее доверие у многих вызывают цифры, найденные с помощью расчета его чистых активов – разницы между общей стоимостью активов, скорректированной с учетом рыночных цен на активы данных видов и общей суммой обязательств. Это обусловлено как субъективными, так и объективными факторами: затратно-восстановительный подход долгое время оставался в нашей стране практически единственным. Кроме того, в условиях продолжающейся экономической и политической нестабильности прогнозирование на более или менее длительный период, используемое в методах дисконтирования прибыли или денежных потоков, имеет чрезмерно субъективный характер, что заставляет заинтересованных в оценке предприятия лиц с подозрением относиться к цифрам, полученным этими методами.

Конкретное использование методов оценки стоимости предприятия во многом зависит от условий оценки, определяемых, в свою очередь, особенностями объекта оценки и целями оценки. Так, метод компании-аналога и метод сделок применяются, если обеспечена репрезентативность выбора аналогов объекта оценки и другой используемой информации. Применение метода компании-аналога допускается в случае использования, как минимум, трех аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору, метода сделок – как минимум, двух аналогов объекта оценки по каждому используемому ценовому мультипликатору.

Использование представленных в табл. 1 методов оценки стоимости предприятия предполагает использование большого количества информации и четкого выполнения многочисленных процедур [5, с. 45]. Так, например, основными источниками информации, используемыми в рамках затратного подхода, являются бухгалтерская отчетность предприятия, данные синтетического и аналитического учета, данные о текущей рыночной стоимости материальных активов предприятия, данные о текущей рыночной стоимости финансовых вложений предприятия, данные о текущей величине обязательств предприятия, данные о текущей рыночной стоимости или доходности нематериальных активов предприятия, прочая информация о рыночной или иной стоимости активов, обязательств, тех или иных прав и обязанностей предприятия. Для оценки предприятия методами доходного подхода используются бухгалтерская отчетность, аудиторские заключения, данные бухгалтерского учета, в том числе информация о размерах выплачиваемых акционерным обществом дивидендов, информация о реализуемых инвестиционных проектах, прочая информация о финансовых и производственных показателях предприятия за прошедшие отчетные периоды; бизнес-планы; результаты анкетирования и проведения интервью с руководством; информация об экономической ситуации и тенденциях развития отраслей, к которым относится оцениваемое предприятие, об экономической ситуации и тенденциях развития региона, в котором расположено оцениваемое предприятие; информация о рисках, связанных с деятельностью предприятия.

В зависимости от источников получения информации и ее документального или иного подтверждения информация, используемая при оценке стоимости предприятия (бизнеса), подразделяется на:

- исходную информацию, полученную непосредственно из данных бухгалтерского, первичного и статистического учета, как правило, заверенную подписью руководства оцениваемого предприятия и печатью;
- информацию, полученную от привлеченных к выполнению работ третьих лиц, заверенную их подписью и печатью;

- информацию, полученную от специализированных организаций (например, отраслевые, аналитические обзоры, обзоры фондового рынка), а также опубликованную в средствах массовой информации и сети Интернет;

- информацию, не подтвержденную на каких-либо носителях.

Выбор подходов и методов оценки стоимости предприятия зависит от целого ряда факторов. Причем каждый фактор действует не изолированно, а в совокупности, при которой влияние одних факторов усиливает или ослабляет влияние других. Среди факторов, обуславливающих выбор подходов и методов оценки стоимости предприятия, следует назвать следующие:

- цель оценки предприятия;
- источник формирования дохода;
- характер деятельности предприятия и состояние его активов;
- возможность получения необходимого количества данных определенного качества и достоверности, использование которых предполагает тот или иной метод.

Рассмотрим более подробно влияние каждого из этих факторов на выбор подходов и методов оценки стоимости предприятия. Оценка предприятия может преследовать различные цели. Выбор метода оценки бизнеса напрямую зависит от целей, в которых она проводится. Для целей управления стоимостью предприятия может использоваться несколько методов оценки, и, соответственно, несколько показателей стоимости. Эти показатели не подлежат интегрированию, они анализируются отдельно, сравниваются между собой и служат для принятия различных управленческих решений [1].

Цели оценки очень разнообразны, что и обусловило их упорядочение. Одну из возможных классификаций существующих целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов приводит В.В. Павловец (табл. 2) [6]. Как следует из приведенной таблицы, цели оценки предприятия достаточно разнообразны и, в первую очередь, вследствие заинтересованности в такой оценке не только самого предприятия, но и различных субъектов, действующих во внешней среде предприятия, которые в той или иной мере связаны с ним.

Таблица 2. Цели оценки бизнеса

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 инвестиционный проект
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

Оценка стоимости предприятия очень тесно связана с таким фактором, как источник дохода. Ведь на рынке платят только за те активы, которые приносят доход от их использования. Существует два источника формирования дохода: доход от деятельности предприятия и доход от распродажи активов предприятия. В соответствии с источником дохода выделены два вида стоимости:

- стоимость действующего предприятия, формирование которой осуществляется из предположения, что предприятие продолжает свою деятельность и будет приносить прибыль;

- стоимость предприятия по активам, формирование которой осуществляется из предположения, что предприятие будет расформировано или ликвидировано, и поэтому оценивается поэлементно.

Стоимость действующего предприятия рассматривается как стоимость единого имущественного комплекса и определяется в соответствии с результатами функционирования сформировавшегося производства. Оценка стоимости отдельных объектов предприятия заключается в определении вклада, который вносят эти объекты в качестве составных компонентов действующего предприятия [3, с. 246]. В стоимость действующего предприятия помимо стоимости имущественного комплекса включается и стоимость нематериальных ресурсов предприятия, в которой следует различать стоимость нематериальных активов предприятия и стоимость его возможностей.

А. Дымшаков считает, что наиболее уместен для оценки действующего предприятия доходный подход. Это косвенно подтверждается тем, что в рамках данного подхода используются два метода: капитализации дохода и дисконтирования будущих доходов, а в положениях руководства к применению международных стандартов оценки сформулировано следующее: «Стоимость предприятия, как действующего, выражает стоимость некоторого сложившегося бизнеса и выводится путем капитализации его прибыли» [1]. Методы затратного подхода не учитывают факт продолжающегося функционирования предприятия, его инвестиционный характер как товара, который определяется предполагаемыми будущими доходами. Методы рыночного подхода определяют рыночную стоимость бизнеса и не могут применяться при оценке стоимости действующего предприятия, рассчитываемой для конкретного пользователя (собственника).

В зависимости от цели и предполагаемого источника дохода в результате применения различных методов оценки предприятия может быть получена ликвидационная, обоснованная рыночная и инвестиционная стоимость предприятия. При этом одно и то же предприятие на одну и ту же дату обладает разной стоимостью в зависимости от целей его оценки, и, соответственно, от использованных методов оценки.

Стандартами BSV определено, что обоснованная рыночная стоимость (fair market value) – это цена, по которой совершается акт купли-продажи, когда обе стороны заинтересованы в сделке, действуют не по принуждению и обладают достаточно полной информацией об условиях сделки и считают их справедливыми. Иными словами, обоснованная рыночная стоимость – это стоимость предприятия как системы элементов (активов), и установить ее можно суммированием стоимости элементов (активов) и возможностей предприятия в части его нематериальных ресурсов.

В.В. Павловец считает, что обоснованная рыночная стоимость отражает и стоимость действующего предприятия, и стоимость предприятия по активам [6, с. 9].

Ликвидационная стоимость представляет собой стоимость элементов (активов), входящих в систему (предприятие), то есть стоимость продажи активов предприятия за вычетом общей суммы обязательств и затрат на продажу. Она отражает стоимость предприятия по активам.

Инвестиционная стоимость отражает стоимость предприятия как элемента системы высшего порядка (подсистемы). Ее можно представить как стоимость элементов (активов), системного эффекта первого порядка (нематериальные ресурсы) и системного эффекта высшего порядка (корпоративный эффект). Эта обоснованная стоимость предприятия для конкретного или предполагаемого владельца учитывает прирост прибыли от использования ноу-хау, планов реорганизации и пр. предполагаемого владельца.

Балансовую и рыночную стоимость предприятия В.В. Павловец не включает в классификацию на том основании, что они не являются полноценными стоимостями. Балансовая стоимость включает только часть активов предприятия, то есть те активы, что включены в бухгалтерский баланс, а рыночная стоимость отражает прошлое состояние объекта как стоимость произошедшей сделки [6, с. 13].

Каждая из рассмотренных стоимостей предприятия может быть получена соответствующими методами. Если целью оценки является определение ликвидационной стоимости, то применение методов сравнительного или рыночного подхода и методов доходного подхода не имеет смысла. А вот инвестиционная стоимость будет определяться методами доходного подхода.

Изучение сущности подходов к оценке стоимости предприятия позволило установить их

достоинства и недостатки, представленные в табл. 3.

Как показывают данные табл. 3, безусловных и пригодных на любой случай методов оценки предприятия не существует. Каждому из них присущи как достоинства, так и недостатки. Именно этот факт еще раз подтверждает высказанную ранее мысль, что эффективность применения методов оценки предприятия зависит от их соответствия целям оценки и особенностям предприятия, выступающего объектом оценки. Несмотря на периодически разгорающуюся острую полемику о достоинствах одних и недостатках других, все методы по существу имеют одну идеологическую основу: новая стоимость создается тогда, когда отдача на предоставленный инвесторами капитал превышает ожидаемую доходность от вложений с аналогичным риском.

Попытки практического применения основных положений и принципов управления по стоимости в Украине только начинаются. Основной преградой служит отсутствие развитого фондового рынка, а также высокая неопределенность долгосрочного планирования. В этих условиях необходимо изучение ранее созданных достижений в области оценки предприятия и их анализ с целью применения в украинской экономике.

Таблица 3. Достоинства и недостатки подходов к оценке стоимости предприятия

Подход	Достоинства	Недостатки
Затратный	Основывается на реально существующих активах	Приводит к заниженной стоимости чистых активов Необходима рыночная переоценка всех основных фондов Не учитывает стоимость нематериальных ресурсов предприятия Не учитывает перспектив в деятельности предприятия и, соответственно, будущих результатов деятельности Необходимость большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности
Доходный	Учитывает будущие результаты в деятельности предприятия Учитывает экономическое устаревание предприятия	Предполагает трудоемкий прогноз Сложность осуществления долгосрочного планирования Частично носит вероятностный характер
Рыночный (сравнительный)	Отражает реальную практику покупки предприятий	Основан на прошлом, нет учета будущих ожиданий Необходим целый ряд поправок Необходимо использовать труднодоступные данные Отсутствие адекватной базы для сравнения с аналогами

В связи с этим проведенный анализ подходов и методов оценки стоимости предприятия позволяет получить определенное представление о них и условиях их применения. Логика развития и накопленный к опыт комплексного внедрения методов "управления по стоимости" диктуют необходимость расширения этой концепции. Становится очевидным, что в процессе выработки и реализации стратегии предприятия должны быть взаимоувязаны не только анализ альтернатив и распределение ресурсов, система контроля и оценки результативности, но и принципы стимулирования менеджеров и формирования компенсационного пакета. От традиционного анализа финансовых результатов за период и их сопоставления с аналогичными показателями в прошлом менеджмент переходит к долгосрочному прогнозу денежных потоков и непрерывному мониторингу опережающих нефинансовых индикаторов.

Литература:

1. Дымшаков А. Управляя – оценивай. Стоимость бизнеса как основа для принятия управленческих решений. – С. 1-11.
2. Егерев И.А. Стоимость бизнеса: Искусство управления: Уч. пособие. – М.: Дело, 2003. – 480 с.
3. Есипов В. Е., Терехова В. В., Маховикова Г. А. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2003. – 648 с.
4. Ибрагимов Р. Управление по стоимости как система менеджмента. – С. 1-22.
5. Оценка рыночной стоимости предприятия (Методические рекомендации по оценочной деятельности) // Комитет ТПП РФ по оценочной деятельности – С. 1-60.
6. Павловец В.В. Введение в оценку стоимости бизнеса.
7. Rappaport A. Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance. – New York: The Free Press, 1986. – 564 p.