

О. К. Карнова, Н. А. Лобахина, А. А. Юрков

К ВОПРОСУ ОБ ОЦЕНКЕ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ

Аннотация

В статье раскрываются ключевые особенности оценки рыночной стоимости предприятия (бизнеса) в современных рыночных условиях. Обосновывается необходимость учета результатов, полученных в рамках доходного, затратного и сравнительного подходов при формировании итоговой величины рыночной стоимости даже в случае получения отрицательного результата, что позволит повысить достоверность и адекватность полученной рыночной стоимости бизнеса.

Ключевые слова

Рыночная стоимость бизнеса, оценка, доходный подход, затратный подход, сравнительный подход.

О. К. Karpova, N. A. Lobakhina, A. A. Yurkov

TO THE QUESTION OF ASSESSING THE MARKET VALUE OF ENTERPRISES

Annotation

The article describes an important features the market value of a business determination in modern conditions. It demonstrates the need for considering results of the income approach, the cost approach and the market approach in forming the total market value of a business even in case we have negative result. It makes to increase reliability the market value of a business.

Keywords

The market value of a business, valuation, the income approach, the cost approach, the market approach.

Вопросы оценки рыночной стоимости предприятия не только не теряют своей актуальности в современных экономических условиях, но и приобретают особую значимость в контексте динамично меняющихся факторов внешней среды.

Представленный тезис наглядно иллюстрируется статистической выборкой за последние периоды. С учетом того, что значительная доля заказов на оценку связана с необходимостью ее проведения в силу законодательной регламентации, а также с проведением процедуры банкротства, можно сказать, что кризисные тенденции вкупе со значительными изменениями в законодательной области, во многом стимулируют потребность на данный вид услуг.

Оценочная деятельность в Российской Федерации в первую очередь регламентируется федеральным законом № 135-ФЗ от 29.07.1998 «Об оценочной деятельности в РФ» и Федеральными стандартами оценки, последний из которых — «Оценка недвижимости», — утвержден приказом Минэкономразвития России № 611 от 25.09.2014. Большинство приемов и методов оценки имущества заимствованы из зарубежной практики, что повлекло за собой появление значительного проблемного поля, связанного с особенностями российских рыночных отношений, особенностями ведения учета, сбора обработки статистической и аналитической информации и т. п.

Регулирующие оценочную деятельность законодательные акты не

предусматривают однозначное закрепление конкретных методов и инструментов оценки бизнеса в рамках подходов. Оценщики самостоятельно применяют соответствующие методы при определении рыночной, инвестицион-

ной и ликвидационной стоимости. В таблице 1 рассмотрены основные методы оценки бизнеса в зависимости от вида определяемой стоимости, расположенные по степени частоты использования.

Таблица 1 — Методы оценки бизнеса в зависимости от вида стоимости

Подходы	Рыночная стоимость	Инвестиционная стоимость	Ликвидационная стоимость	
Доходный	Метод дисконтированных денежных потоков; метод капитализации дохода	Метод дисконтированных денежных потоков; метод капитализации дохода; модель оценки реальных опционов, метод вариации параметров, метод дерева решений	—	
Затратный	Метод чистых активов; метод ликвидационной стоимости; методы остаточного дохода; метод опционного ценообразования (Блека-Скоулза)	—	—	<u>Косвенный метод</u>
Сравнительный	Метод сделок; метод рынка капиталов; метод предыдущих сделок с объектом оценки; метод отраслевых коэффициентов	—	<u>Прямой метод</u> сравнения продаж; метод корреляционно-регрессионного анализа	

Составлена авторами.

Метод дисконтированных денежных потоков наилучшим образом учитывает основные факторы рыночной и инвестиционной стоимостей (перспективы развития предприятия, его будущую доходность, качество управления и др.). Методы затратного и сравнительного подходов при оценке рыночной стоимости бизнеса представлены значительным количеством, но в практике оценочной деятельности чаще предпочтение отдается методу чистых активов и методу сделок соответственно.

Инвестиционная стоимость с позиции здравого смысла определяется методами доходного подхода, что обосновывается ее сущностью — стоимостью бизнеса для конкретного инвестора или группы инвесторов. Ликвидационная

стоимость определяется на базе прямого и косвенного методов. Прямой метод основывается на сравнительном подходе. Он осуществляется путем прямого сравнения с аналогами или через статистическое моделирование с использованием корреляционно-регрессионного анализа. Этот метод менее популярен у оценщиков ввиду недостаточности информационной базы по ценам сделок в условиях конкурсного производства.

Косвенный метод выражается в расчете ликвидационной стоимости объекта относительно его рыночной стоимости. Он осуществляется в три этапа: расчет рыночной стоимости объекта, расчет скидки на вынужденный характер продажи объекта, расчет ликвидационной стоимости объекта.

В настоящее время следует признать приоритет определения рыночной стоимости в российской оценочной практике. Этот факт обусловил необхо-

димость идентификации проблемного поля при использовании оценочных методик, рекомендаций по приоритетному использованию методов (табл. 2).

Таблица 2 — Сравнительная характеристика подходов к оценке рыночной стоимости бизнеса

Характеристики	Доходный подход	Затратный подход	Сравнительный подход
Проблемы применения методов	Трудоемкий прогноз	Часто не учитывает стоимость нематериальных активов и гудвилла (goodwill)	Необходим целый ряд поправок
	Частично носит вероятностный характер	Статичен. Нет связи с настоящими и будущими результатами деятельности, нет учета будущих ожиданий	Труднодоступность данных
	Различные факторы риска на прогнозируемый доход		Необходим целый ряд поправок
	Некорректна оценка убыточных предприятий	Не рассматривает уровни прибылей	Труднодоступность данных
Не учитывает конъюнктуры рынка			
Рекомендации использования	Более применим для оценки молодых предприятий, не успевших заработать достаточно прибылей для капитализации в дополнительные активы, на которые, тем не менее, имеют перспективный продукт и обладают явными конкурентными преимуществами по сравнению с существующими и потенциальными конкурентами. Доходный подход целесообразно применять для оценки компаний, когда: <ul style="list-style-type: none"> – они имеют положительную величину дохода; – имеется возможность составления достоверного прогноза доходов и расходов 	Применим при оценке бизнеса, не приносящего стабильных доходов, недавно созданного либо находящегося в стадии ликвидации. Затратный подход наиболее приемлем для оценки предприятий, имеющих разнородные активы, в том числе финансовые, а также когда бизнес не приносит устойчивый доход	Использование целесообразно при наличии объектов-аналогов. Подход применяется для «быстрой» оценки при условии наличия развитого рынка
Условия отказа от подхода	Доходный подход не применим, когда отсутствует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые предприятие способно приносить, а также связанные с объектом оценки расходы	Затратный подход не применим, когда отсутствует возможность заменить объект оценки другим объектом, который либо является точной копией объекта оценки, либо имеет аналогичные полезные свойства	Сравнительный подход не применяется, когда отсутствует достоверная и доступная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов-аналогов

Каждый из подходов имеет свои достоинства и недостатки, что и обуславливает их использование в практике

оценочной деятельности. Тем не менее в соответствии с п. 20 ФСО № 1 оценщик при проведении оценки обязан ис-

пользовать затратный, сравнительный и доходный подходы к оценке или обосновать отказ от использования того или иного подхода [1]. Условия отказа также представлены в таблице 2, они сформированы на основе ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки».

«Так, например, сравнительный подход не применим:

- в условиях кризисного состояния экономики РФ, в том числе фондового рынка, когда невозможно получить адекватный (рыночный) ценовой измеритель по аналогичным предприятиям;

- в ситуации, когда невозможно получить достаточную, достоверную информацию по финансовой и производственной деятельности аналогичных предприятий;

- когда использование значений готовых оценочных мультипликаторов, содержащихся в базах данных (Bloomberg, domadoran и т. д.) сопряжено с рядом объективных сложностей, в частности при их применении весьма трудно получить осмысленную оценку предприятия, поскольку невозможно объяснить причины расхождений в значениях готовых мультипликаторов для разных предприятий в рамках одной отрасли» [3].

Согласно ФСО № 1 «затратный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки, с учетом его износа». Таким образом, затратный подход опирается в своей концептуальной основе на принцип замещения, в соответствии с которым стоимость бизнеса не должна превышать затраты за замещение элементов, входящих в его состав. Большинство методов, относящихся к затратному подходу, базируются на модели чистых активов, в различных ее модификациях.

Применение того или иного метода в рамках подхода основывается на выбранной концепции: либо действующего предприятия (в том случае, если у оцен-

щика есть основания прогнозировать стабильное и устойчивое развитие предприятия, низкую вероятность банкротства, ликвидации и реорганизации), либо ликвидации бизнеса (в случае кризисного состояния предприятия, предполагающего необходимость проведения существенной реструктуризации или ликвидации).

Применение затратного подхода в рамках оценки рыночной стоимости предприятия обусловлено необходимостью оценки стоимости замещения всех его активов, при этом технология предполагает оценку их рыночной стоимости с последующей корректировкой баланса. Таким образом, можно говорить о том, что этот подход оценивает имущественную составляющую, активы, которые могут использоваться для достижения целей бизнеса.

Опираясь на Стандарт, который трактует доходный подход как «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки» [1], можно утверждать, что сам подход во многом опирается на предположение, что стоимость бизнеса будет тем выше, чем выше будет сумма чистых доходов, приносимых им в будущем. Подход является основным для оценки рыночной стоимости действующего бизнеса, ликвидация или существенная реорганизация которого не планируется даже после его продажи.

Методологически доходный подход к оценке стоимости предприятия предполагает анализ результатов прогнозирования его деятельности в соответствии с доступными ему производственными возможностями. Опираясь на описанный выше тезис, можно сделать вывод о том, что стоимость предприятия, полученная путем применения методик доходного подхода, с одной стороны, будет отражать *текущую эффективность и качество менеджмента, стратегические позиции бизнеса и перспективы его развития*; с другой стороны, мотивацию типичного покупателя пред-

приятія (бизнеса), рассматривающего покупку как инвестиционную операцию.

Сравнительный подход к оценке имущества ФСО № 1 определяет как «совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на сравнении объекта оценки с аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними». Этот подход опирается на рыночную информацию и учитывает критерии, в соответствии с которыми совершаются действия по купле-продаже объектов в настоящее время (на дату оценки). Он предполагает использование информации о сделках на открытом рынке с объектами, аналогичными объекту оценки в качестве ориентиров. В рамках сравнитель-

ного подхода мы получаем определенную стоимость имущества, которую в настоящий момент времени готов заплатить покупатель, отражающую не столько ценность самого объекта, сколько *рыночные возможности и сложившийся уровень спроса*.

Таким образом, заключая в себе взвешенную оценку имущественных активов предприятия, качества и эффективности менеджмента и ситуации, сложившейся на дату оценки на рынке, итоговая рыночная стоимость бизнеса показывает ценность, которую объект оценки несет для потенциального покупателя. Пространственно-временная модель оценки стоимости предприятия представлена на рисунке 1.

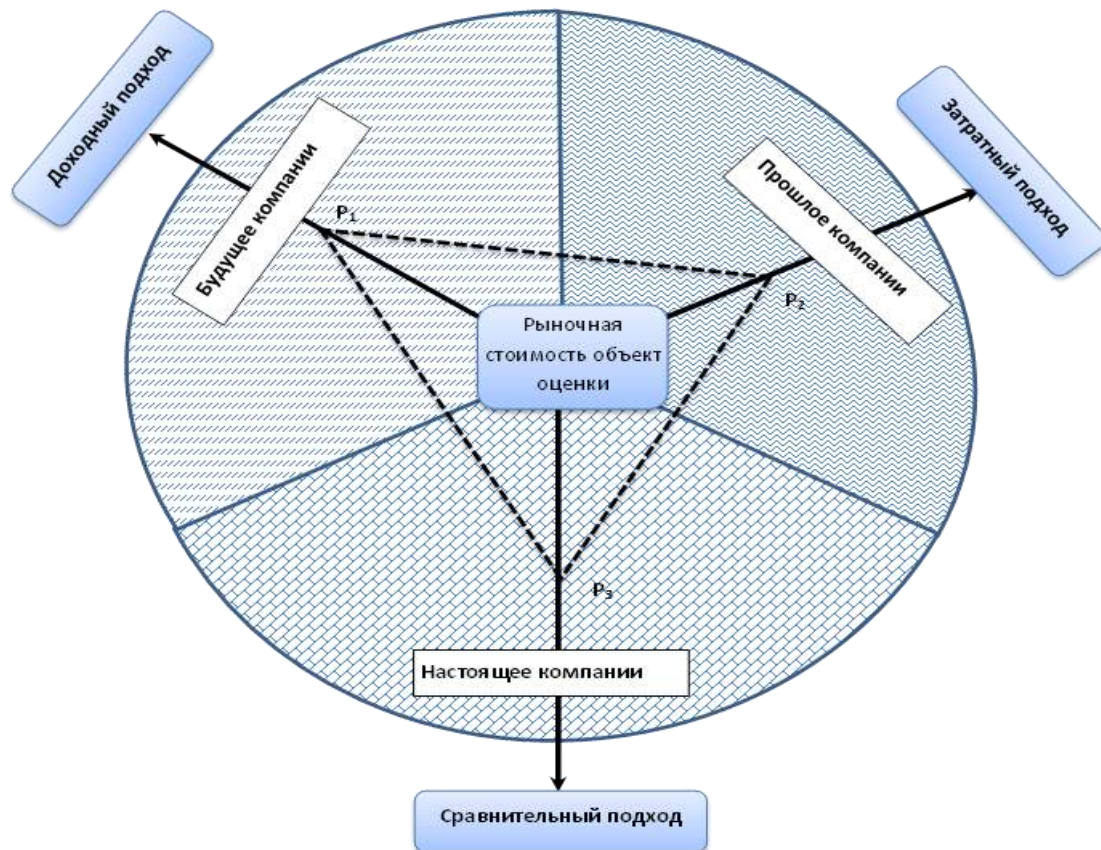


Рисунок 1 — Пространственно-временная модель оценки стоимости предприятия (бизнеса)

Составлен авторами.

Стандарты оценки однозначно определяют необходимость применения методов каждого подхода, либо обос-

ванный отказ от какого-то из них. В соответствии с ФСО № 1 «Общие понятия оценки, подходы и требования к прове-

дению оценки» оценщик для получения итоговой стоимости объекта оценки осуществляет согласование (обобщение) результатов расчета стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки [1]. При этом ни ФСО, ни ФЗ «Об оценочной деятельности в РФ» не рассматривают ситуацию получения отрицательной стоимости в рамках подхода. А практика оценочной деятельности показывает, что такая ситуация возможна. Тогда оценщик сталкивается с проблемой согласования результатов. Возможны три варианта решения этой проблемы (исходя их практического опыта оценочной деятельности).

1. Учет отрицательной стоимости при согласовании результатов оценки для определения итоговой рыночной стоимости.

Аргументы в пользу решения: отрицательная стоимость отражает неэффективное управление в прошлом или настоящем, тем самым моделируя будущие отрицательные денежные потоки. Соответственно при отказе от учета отрицательной стоимости происходит отказ от установления справедливой цены, которая отражает как активы организации, так и результаты управления ими.

Аргументы против решения: стоимость не может быть отрицательной, т. к. она является денежным эквивалентом вещного права, переходящего от покупателя к продавцу.

2. Учет отрицательной стоимости как равной нулю (или стремящейся к нулю величины) при согласовании результатов оценки для определения итоговой рыночной стоимости.

Аргументы в пользу решения: стоимость не может быть отрицательной, т. к. она является денежным эквивалентом вещного права, переходящего от покупателя к продавцу. Поэтому логично для целей согласования результатов оценки брать минимальную или нулевую величину. Значит в случае, когда получено отрицательное расчетное значение, его необходимо учесть как «отсутствие стоимости» по данному подходу, что должно быть принято в расчет при определении итоговой стоимости объекта оценки путем присвоения весового коэффициента этому подходу.

Аргументы против решения: такой подход заведомо увеличивает итоговую рыночную стоимость.

3. Отказ от использования полученного отрицательного результата при определении итоговой величины стоимости.

Аргументы в пользу решения: в связи с тем, что рыночная стоимость — это величина, проявляемая в обмене, она не может быть равна нулю или быть отрицательной, т. к. это отменяет сам факт обмена между продавцом и покупателем. Поэтому полученные результаты оценки в рамках подхода (метода) следует признать некорректными.

Аргументы против решения: в этом случае не учитываются отдельные пространственно-временные аспекты, влияющие на величину итоговой стоимости, что приводит к ее искажению.

Становится очевидным, что поставленная проблема требует единого решения на законодательном уровне, либо на уровне саморегулируемых организаций, что позволит снизить степень неопределенности для оценщиков и выработать единый подход к оценке бизнеса.

Библиографический список

1. Об утверждении федерального стандарта оценки «Общие понятия оценки, подходы к оценке и требования к проведению оценки (ФСО № 1) : [Приказ Министерства экономического развития и торговли Российской Федерации № 256 от 20.07.2007].

2. Об оценочной деятельности в Российской Федерации : [Федеральный закон № 135-ФЗ от 29.06.1998].

3. Империя консалтинга [Электронный ресурс]. — Режим доступа : <http://www.imperia-a.ru/columnist/id/80>.

Bibliographic list

1. The general concepts of an assessment, approaches to an assessment and requirements to carrying out an assessment (FSO 1)» : [The federal standard of an assessment, is approved by the order of the Ministry of Economic Development of the Russian Federation № 256 of 20.07.2007].

2. On Evaluation Activity in the Russian Federation : [Federal Law № 135-FZ of 29.06.1998].

3. Impire of Consulting [Electronic resource]. — URL : <http://www.imperia-a.ru/columnist/id/80>.