

## Тема 7 Выведение итоговой величины стоимости предприятия (бизнеса). Отчет об оценке стоимости предприятия (бизнеса)

Методы оценки при использовании разных подходов могут дать неодинаковые результаты определения стоимости бизнеса. На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые отличающимися способами величины могут существенно различаться (от 5 до 50 % и даже более, особенно при оценке бизнеса). В связи с этим Федеральные стандарты оценки России и Международные стандарты выдвигают требования сведения разных результатов в рамках «итоговой величины стоимости объекта оценки».

Итоговая величина стоимости объекта оценки – величина стоимости объекта оценки, полученная как итог обоснованного оценщиком обобщения результатов расчетов стоимости объекта оценки при использовании различных подходов к оценке и методов оценки. Для сведения воедино разрозненных значений стоимости, полученных классическими подходами к оценке, проводят согласование результатов.

Согласование результатов оценки – это получение итоговой оценки имущества путем взвешивания и сравнения результатов, полученных с применением различных подходов к оценке.

Для согласования результатов необходимо определить «веса», в соответствии с которыми отдельные ранее полученные величины сформируют итоговую рыночную стоимость имущества с учетом всех значимых параметров на базе экспертного мнения оценщика. Согласование результатов, полученных различными подходами оценки, проводится по формуле

$$C_{\text{итоговая}} = C_{\text{зп}} \times K_{\text{зп}} + C_{\text{сп}} \times K_{\text{сп}} + C_{\text{дп}} \times K_{\text{дп}}, \quad (2)$$

где  $C_{\text{итоговая}}$  – итоговая стоимость объекта оценки;

$C_{\text{зп}}$ ,  $C_{\text{сп}}$ ,  $C_{\text{дп}}$  – стоимости, определенные затратным, сравнительным и доходным подходами;

$K_{\text{зп}}$ ,  $K_{\text{сп}}$ ,  $K_{\text{дп}}$  – соответствующие весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке.

В отношении этих коэффициентов выполняется равенство:

$$K_{\text{зп}} + K_{\text{сп}} + K_{\text{дп}} = 1 \quad (3)$$

При согласовании при определении веса каждого подхода учитываются (экспертно): полнота и достоверность информации; соответствие цели; преимущества и недостатки подходов в конкретной ситуации и пр.

Весовые коэффициенты, выбранные для каждого подхода к оценке, округляются с точностью до 10 % (реже до 5 %) в целях использования данных весов для согласования. На основе округленных весов рассчитывается согласованная стоимость оцениваемого имущества. Полученное значение округляется.

Следует отметить, что для выведения итоговой величины стоимости, полученной на основе трех результатов оценки, используются различные способы определения весовых коэффициентов, необходимых для определения стоимости бизнеса по формуле средневзвешенной величины. Помимо методов математического и субъективного взвешивания также используется метод экспертной квалиметрии, вероятностный подход и метод анализа иерархий.

Метод экспертной квалиметрии основан на количественной оценке такого качественного показателя, как надежность отдельных результатов, полученных тремя подходами: доходным, затратным и рыночным. Основаниями для определения степени надежности каждого подхода являются:

- достоверность исходной информации, использовавшейся при проведении расчетов каждым методом;
- количество и характер допущений (явных и неявных), используемых оценщиком, которые могут оказаться несоответствующими реальности (например, при прогнозировании будущих доходов или будущих затрат, при определении ставки дисконтирования методом кумулятивного построения).

Метод анализа иерархий, опирающийся на многокритериальное описание проблемы, был предложен и детально описан Т. Саати. В методе используется дерево критериев, в котором общие критерии разделяются на критерии частного характера. Для каждой группы критериев определяются коэффициенты важности. Альтернативные варианты также сравниваются между собой по отдельным критериям с целью определения критериальной ценности каждого из них. Средством определения коэффициентов важности критериев либо критериальной ценности альтернатив является попарное сравнение. Результат сравнения оценивается по балльной шкале. На основе таких сравнений вычисляются коэффициенты важности критериев, оценки альтернативных вариантов и находится общая оценка как взвешенная сумма оценок критериев.

Данные методы согласования результатов оценки не имеют строгого научного доказательства, однако они нашли широкое практическое применение в оценочной деятельности из-за своей простоты и наглядности. Для выведения итоговой величины стоимости используются более сложные инструменты, например модель Монте-Карло.

#### *Порядок определения поправки на контроль.*

В процессе оценки бизнеса может потребоваться определение рыночной стоимости не компании в целом, а определенного пакета акций. Согласно действующему законодательству, каждая обыкновенная акция общества предоставляет акционеру – ее владельцу – одинаковый объем прав.

При этом владелец определенной доли акций в общем их объеме получает дополнительные права, связанные с реализацией управлеченческих функций в акционерном обществе. Наличие дополнительных прав у владельца контрольного пакета акций обуславливает более высокую стоимость акций в данном пакете по сравнению с акциями в миноритарном пакете, владельцы которого не имеют таких прав. Для отражения прав контроля в стоимости пакета акций используют премию за контроль. Таким образом, премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с меньшей долей, т. е. владением миноритарным пакетом акций. Для отражения неконтрольного характера акций в миноритарном пакете используют скидку за неконтрольный характер.

Существует несколько способов определения поправки на контроль и расчета стоимости неконтрольного пакета акций.

Первый способ, являясь наиболее распространенным, основан на применении среднего значения поправки на контроль в отраслевом разрезе, полученного на основе статистических исследований и корректируемого исходя из перечня факторов, влияющих на величину премии. Второй подход, менее распространенный, базируется на стоимостной оценке частных выгод мажоритарных акционеров.

В российской практике поправка на контроль вносится на основе среднего значения, взятого с западного рынка, вследствие отсутствия российских статистических исследований в этой области.

В большинстве случаев для корректировки среднего значения принимается во внимание только фактор объема предоставляемых прав, определяемый исходя из действующего российского законодательства и устава данной компании.

Необходимость применения скидки на неконтрольный характер вызвана практикой нарушения прав миноритарных акционеров. Среди наиболее распространенных нарушений можно выделить нарушение права на получение информации, на участие в

управлении обществом, на получение дивидендов, а также увод активов и разводнение капитала.

Для определения стоимости миноритарного пакета акций на практике используются три основных приема: во-первых, основанный на расчете пропорциональной доли пакета в стоимости компании и применении скидки на неконтрольный характер; во-вторых, основанный на дисконтировании потока доходов миноритарного акционера; в-третьих, «горизонтальный» подход, базирующийся на данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов акций. Расчет скидки на неконтрольный характер предлагается осуществлять либо на основе статистических исследований и выявления среднего значения скидки, либо исходя из величины премии за контроль по следующей формуле:

$$C = I - I/(1 + \Pi), \quad (4)$$

где  $C$  – скидка за неконтрольный характер;

$\Pi$  – премия за контроль.

Предлагаемые методы расчета поправки на контроль (премии за контроль либо скидки на неконтрольный характер) основаны главным образом на экспертном суждении о величине поправки либо об ее отклонении от среднего значения, выявленного на основе статистических наблюдений.

#### *Порядок определения скидки на недостаток ликвидности*

Термин «ликвидность» существует в различных разделах финансовой науки. В более общем смысле под ликвидностью фондового рынка понимают полную свободу передвижения инвестиций, оформленных в виде ценных бумаг. Благоприятный инвестиционный климат, информационную открытость компаний, разветвленную инфраструктуру рынка, обеспечение равных прав для всех инвесторов и профессиональных участников рынка, наличие законодательной, нормативной базы и другие факторы, во многом определяющие степень ликвидности рынка, количественно описать почти невозможно.

Понятие «ликвидность» в более узком смысле как некая мера скорости превращения активов в денежные средства используется в корпоративных финансах. В процессе оценки бизнеса эксперт сталкивается с понятием ликвидности акций.

На практике существуют различные качественные определения ликвидности акций компаний. Так, акции, ликвидность которых велика, называют «голубыми фишками», а акции, ликвидность которых мала, – «вторым эшелоном». Иногда еще говорят о «третьем эшелоне» и «неликвиде». Такая градация несколько грубовата и в значительной мере условна, так как грани между этими категориями весьма размыты.

Очевидно, что актив, востребованный рынком, имеет большую ценность, нежели актив, реализация которого связана с некоторыми трудностями. Это объясняется следующим: во-первых, в случае если для реализации актива требуется длительный период времени, собственник актива несет убытки в размере альтернативной рыночной доходности за период реализации низколиквидного актива, во-вторых, собственник сталкивается с неопределенностью относительно рыночной стоимости актива по окончании периода, необходимого для его продажи на рынке, в-третьих, продажа низколиквидного актива может повлечь за собой дополнительные организационные расходы. Для отражения степени ликвидности в стоимости бизнеса используется скидка на низкую ликвидность.

Другими словами, рынок выплачивает премию за ликвидность и, напротив, снижает цену при ее отсутствии. На относительную ликвидность различных пакетов влияет множество факторов. С течением времени важность фактора ликвидности в оценке бизнеса получает все большее признание. Непригодность к продаже существенно снижает стоимость акции закрытых компаний по сравнению с акциями публичных компаний.

Поправка на ликвидность на практике рассчитывается, как правило, для компаний, акции которых не котируются на фондовой бирже. Если принимается решение о применении скидки к стоимости котируемых акций, поправка рассчитывается путем построения экспертной шкалы соотношения коэффициента ликвидности и величины поправки.

Скидка на недостаток ликвидности акций закрытых компаний определяется либо исходя из среднего значения поправки, либо исходя из стоимости регистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок.

Приведенные способы расчета скидки на недостаток ликвидности, так же как и способы расчета поправки на контроль, находятся в зависимости от экспертного мнения, что обуславливает субъективность результатов. В меньшей степени субъективная составляющая присутствует при определении затрат для выхода на фондовый рынок. Однако данный способ не позволяет учесть различия в степени ликвидности обращающихся на рынке акций. Кроме того, данный способ неприменим к оценке неконтрольных пакетов, поскольку миноритарные акционеры не имеют возможность решающим образом повлиять на решение общего собрания акционеров по поводу вывода акций компании на фондовый рынок.

#### *Составление отчета об оценке*

При написании отчета об оценке перед оценщиком стоят следующие основные задачи:

1. Необходимо изложить логику анализа;
2. В отчете следует зафиксировать все важные моменты оценки;
3. Отчет должен привести читателя к заключению, которое сделал оценщик.

Необходимо, чтобы отчет удовлетворял данным задачам, поэтому к нему предъявляются нижеследующие важнейшие требования.

Для того, чтобы отчет легко воспринимался пользователями информации, он должен быть логичен. Изложение каждой следующей проблемы должно вытекать из предыдущего материала, выводы разных разделов должны дополнять друг друга и работать на общее заключение. Восприятие материала отчета заметно облегчается, если последний хорошо структурирован, достаточно подробен и содержит необходимую задокументированную информацию. Вместе с тем нельзя отягощать отчет несущественными данными. Восприятие отчета во многом определяет стиль, которым он написан, а это зависит от того, кто будет потребителем отчета. Так как потребителями услуг оценщика являются люди, незнакомые с терминологией оценки, то профессиональные термины должны объясняться.

Отчет составляется таким образом, чтобы его потребитель при желании мог повторить анализ, проведенный оценщиком, и сделать аналогичное заключение.

В отчете должно содержаться описание оцениваемого объекта, указаны его названия и точный адрес. Юридические права и ограничения, связанные с данной собственностью, а также физическое состояние объекта и его стоимостные характеристики.

Кроме того, в отчете должна быть приведена четкая формулировка цели оценки, обоснование использования того или иного вида стоимости, дата, на которую произведена оценка.

Если имеются какие-либо ограничивающие условия, применительно к выводам отчета, то их обязательно необходимо указать.

Примерами таких ограничений может быть написание предварительного или частичного отчета.

Важный момент отчета – обоснование выбора тех или иных методов оценки.

Оценку должен проводить независимый оценщик, поэтому в отчете необходимо указание на отсутствие личной заинтересованности оценщика в оцениваемом объекте и в величине его рыночной стоимости.

Немаловажным моментом отчета является наличие в нем подписей всех лиц, проводивших оценку, и указание на то, что они согласны с ее результатами. Если же один из оценщиков, принимавших участие в работе, не согласен с некоторыми или всеми выводами, содержащимися в отчете, то он должен включить в него свое личное мнение по тем или иным вопросам оценки данного объекта.

Отчет об оценке бизнеса, его содержание, объем и стиль изложения во многом зависят от цели оценки, характера оцениваемого объекта и от потребностей заказчиков отчета. Так, отчет для инвестора отличается от отчета для кредитора или для налогового инспектора.

Отчет зависит также от сложности и размера оцениваемого предприятия. Если читателями отчета будут лица, незнакомые с предприятием, то обязательно подробное описание последнего. Если же отчет предназначен для работников фирмы, то ее подробное описание необязательно.

Независимо от целей оценки, структура отчета достаточно единообразна. В основу его структуры положен принцип «от общего к частному». Основные разделы отчета:

1. Введение;
2. Краткая характеристика отрасли;
3. Краткая характеристика предприятия;
4. Анализ финансового состояния;
5. Методы оценки и выводы.

В зависимости от целей оценки и специфики объекта, в структуру отчета могут быть внесены некоторые изменения. Например, в самостоятельный раздел может быть выделен анализ данных по предприятиям-аналогам. Если для оценки предприятия важна общеэкономическая ситуация в стране или регионе, то им можно посвятить специальные разделы. Анализ финансового состояния может войти в раздел, в котором дается характеристика предприятия.

Остановимся более подробно на содержании основных разделов отчета.

Отчет начинается с краткого вступительного раздела, в котором излагается суть задания на оценку, указываются используемые источники информации, дается краткое описание предприятия и его капитала; уточняется вид стоимости, который следует определить в процессе оценки; указываются методы оценки, примененные в данном отчете; приводится итоговый вывод.

При изложении задания указывается, какая оценочная фирма и кем была нанята, дата, на которую действительна оценка, и цель оценки.

После описания оценочного задания целесообразно разместить обобщенный список используемых источников информации. Это могут быть финансовые отчеты предприятия, его контракты и договора, источники данных по предприятиям-аналогам и т. д. Обязательно указывается, проводилась ли аудиторская проверка, какие объекты предприятия посещались оценщиком. Можно указать, у кого брались интервью для сбора данных по оцениваемому предприятию.

Во введении желательно описать, что производит оцениваемое предприятие, где оно расположено, каким капиталом располагает и как последний распределяется.

Далее указывается стандарт стоимости, который будет использоваться в оценке исходя из ее цели. Полезно дать определение используемого вида стоимости.

Во введении также кратко излагается, какие методы оценки были использованы и, наконец, приводится вывод о величине стоимости оцениваемого предприятия.

Для прогнозирования перспектив развития предприятия полезен раздел, в котором приводятся общекономические или региональные данные, а также раздел, анализирующий ситуацию в отрасли.

В общекономическом разделе должны приводиться лишь те данные по ситуации в стране или регионе, которые непосредственно влияют на развитие предприятия. Эти же данные могут быть приведены в разделе, посвященном методам оценки при

прогнозировании доходов и расходов предприятия. В таком случае данный раздел отдельно не выделяется.

Раздел, посвященный характеристике отрасли, должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем. Основное внимание уделяется характеристике рынков сбыта и факторам, влияющим на спрос. В разделе также приводится информация о конкуренции в отрасли и положении оцениваемого предприятия относительно основных конкурентов.

Главной целью раздела, посвященного характеристике предприятия, является выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в данном разделе: предыстория предприятия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие поставщиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с его акциями.

При знакомстве с предысторией читатель получает информацию о том, когда была создана оцениваемая фирма, какие изменения (например, в названии, месторасположении, направлениях деятельности) имели место. Полезно указать, какое имущество находится в собственности предприятия, а какое арендуется и на каких условиях.

Приводятся также данные о площади, занимаемой каждым производственным объектом. Если компания имеет дочерние фирмы, то дается информация об их организационной форме, процентной доле материнской компании в ее капитале и т. д.

Основная группа вопросов в разделе касается текущей деятельности предприятия. Указывается, какую продукцию производит данное предприятие и какие услуги оно оказывает; выделяются основные ведущие виды продукции или услуг и показывается их процентное соотношение. Для прогнозирования будущих доходов предприятия важна информация о его рынках сбыта и о том, какое место оно там занимает, об основных потребителях его продукции и их финансовом положении.

Необходимо также дать информацию о системе снабжения и основных поставщиках. Приводятся данные о численности персонала предприятия, указывается, сколько человек занято постоянно, а сколько временно или сезонно. Полезно привести данные о квалификации кадров и их текучести. Обязательно дается информация о состоянии управления на оцениваемом предприятии. Эти данные могут быть приведены в виде списка ключевых руководителей с пояснениями об их образовании и карьере.

Если имели место сделки с акциями оцениваемого предприятия, то в данном разделе приводится их описание. При этом отмечается, насколько переход акций от одного собственника к другому отражал их реальную рыночную стоимость.

Заканчивается данный раздел обобщением факторов, которые, на взгляд оценщика, оказывают положительное и отрицательное влияние на стоимость предприятия.

Одним из основных разделов отчета является раздел, посвященный анализу финансового состояния оцениваемого предприятия.

Этот раздел обеспечивает подготовку информации для всех трех подходов к оценке: доходного, затратного и рыночного.

В данном разделе анализируются бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах предприятия за ряд предшествующих лет, рассчитываются важнейшие финансовые показатели.

Если в бухгалтерскую отчетность вносятся определенные поправки, то это указывается в отчете.

При анализе финансового состояния предприятия и прогнозировании его изменения рассчитывается несколько групп финансовых показателей: показатели ликвидности, структуры капитала, оборачиваемости и рентабельности.

Сравнения могут проводиться по изменяющимся во времени показателям самого оцениваемого предприятия (для выявления тенденций в его развитии), между оцениваемым предприятием и среднеотраслевыми показателями, между оцениваемым предприятием и предприятиями-аналогами.

В отчете дается анализ этих показателей, сам же расчет может приводиться в приложении. Очень важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных финансовых показателей оцениваемого предприятия на величину его рыночной стоимости. Данные выводы можно поместить в заключение по данному разделу.

Заключительный раздел отчета посвящен методам оценки, которые применялись для оценки данного предприятия. Раздел начинается с обоснования выбора тех или иных методов оценки анализируемого предприятия. После этого излагается логика оценки данного предприятия выбранными методами.

При этом указываются по возможности источники используемой информации. Это, например, относится к информации, на основе которой была рассчитана ставка капитализации или ставка дисконта.

Обосновывается выбор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на контрольный или неконтрольный характер, поправок на ликвидность. Доказывается их необходимость и размер.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцениваемого предприятия. Обычно бывает удобно свести показатели стоимости, полученные разными подходами, в табличную форму, придать им определенные веса и на этой основе вынести заключение о величине стоимости.

Отчет об оценке, кроме основной части, имеет приложения. В них, в частности, указывается заявление об отсутствии личной заинтересованности оценщика, приводятся допущения и оговорки.

В приложении приводятся также копии документов, характеризующих академическое образование и профессиональную подготовку оценщиков, участвующих в написании отчета. Российское Общество оценщиков является многопрофильной организацией, поэтому в отчете указывается конкретная дисциплина, по которой оценщик сертифицирован. В приложение обычно выносится табличная информация, которая обосновывает использование в отчете тех или иных величин.

Бывает, что в отчете не указывается, какой именно стандарт стоимости использовал оценщик для оценки данного предприятия. Другой распространенной ошибкой является использование профессиональных терминов без их разъяснения или приведение в отчете терминов, имеющих разное толкование, например, таких как «ставка капитализации» или «денежный поток». Важно выбрать необходимую для потребителя степень детализации информации. Однаково плохо как вдаваться в несущественные подробности, так и не дать необходимую информацию. Недопустимо принятие противоречивого отчета, т. е. отчета, в котором различные разделы находятся между собой в противоречии. Наиболее часто встречающийся недостаток, который в России имеет объективную основу, связан с неправильным отбором информации по предприятиям-аналогам. Связано это, в первую очередь, с недостатком достоверной информации по рыночным сделкам.