

**Учетно-аналитическое обеспечение принятия
управленческих решений**

УДК 336.67

КУПРИЯНОВА Людмила Михайловна, кандидат
экономических наук, доцент, заместитель заведующего
кафедрой «Экономика интеллектуальной собственности»,
доцент кафедры «Экономический анализ» ФГОБУ ВО
«Финансовый университет при Правительстве
Российской Федерации», Москва
(E-mail: kuprianovalm@yandex.ru)

ПЕТРУСЕВИЧ Татьяна Викторовна, старший
преподаватель кафедры «Экономический анализ»
ФГОБУ ВО «Финансовый университет
при Правительстве Российской Федерации»,
Москва E-mail: petrusevich1@rambler.ru

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ И МЕТОДЫ
ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА**

Аннотация.

Предмет/тема. Стоимость бизнеса, как один из ключевых критериев оценки финансового состояния, позволяет получить всестороннее представление об эффективности функционирования системы управления организацией. Управление стоимостью бизнеса – это современный инструмент, объективно возникающий согласно интересам владельцев и собственников. Основным условием качества оценки стоимости является методологическое обеспечение. В мировой оценочной практике используются способы, ориентированные на различные критерии, которые обладают определенными преимуществами и недостатками.

Цели/задачи. Целью данной статьи является изучение различных подходов к определению стоимости предприятия; выявления особенностей их использования для повышения эффективности текущих и стратегических управленческих решений;

Методология. Рассматриваются основные направления в сфере оценки стоимости бизнеса, такие как доходный метод, сравнительный и затратный. Каждый метод оценивается с различных позиций, отражаются возможности и недостатки использования его в оценке стоимости.

Вывод. В результате проведенного исследования были выявлены особенности практического применения различных методов оценки стоимости бизнеса, и использования для оценки показателей – экономической добавленной стоимости или дисконтированных денежных потоков, ориентированных на определенные результаты, обеспечивающие возможность оценщикам анализировать эффективность работы организации.

Ключевые слова: цена бизнеса, оценка бизнеса, стоимость бизнеса, управление стоимостью бизнеса, доходный, затратный, сравнительный подходы, оценка стоимости бизнеса, денежные потоки.

Accounting and analytical support managerial decision-making

Lyudmila M. Kupriyanova, PhD in economic sciences,
Associate professor, Deputy Head of the Chair of "Economics
Of intellectual property", Associate professor of Department
Of the "Economic analysis" of the Finance University
Under the Government of the Russian Federation, Moscow
(E-mail: KupriyanovaLM@yandex.ru)

Tatyana V. Petrusovich Senior lecturer
Department of economic analysis, of the
Finance University under the Government of the
Russian Federation, Moscow
(E-mail: petrusovich1@rambler.ru)

MODERN PROBLEMS AND METHODS OF BUSINESS VALUATION

Abstract.

Importance The cost of business as one of the key criteria for assessing the financial condition, provides a comprehensive picture of the effectiveness of the organization's management system. Cost management business - a modern tool to objectively arises according to the interests of owners and proprietors. The basic condition for the quality of the valuation is a methodological support. In the world of valuation methods used in practice, focused on various criteria that have certain advantages and disadvantages

Objective. Methods The purpose of this article is to explore different approaches to determining the value of the enterprise; identify features of their use to enhance the effectiveness of current and strategic management decisions; The main directions in the field of business valuation, such as the income method, comparative and cost. Each method is evaluated from different perspectives are recognized opportunities and disadvantages of using it in the valuation.

Conclusions and Relevance The study identified particular the practical application of different methods of business valuation. Use for Evaluation of indicators such as economic value added, or discounted cash flows brings certain results, and the appraiser have an opportunity to analyze the efficiency of the enterprise.

Keywords: *business price, business valuation, business worth, value based management, profitable, cost-based, comparable approaches, cash flow.*

Современная мировая экономическая ситуация характеризуется сегодня постепенно растущей глобализацией, требующей от бизнеса нарастающей динамичности, появления новых моделей управления и новых технологических достижений. Для того чтобы выжить на рынке товаров и услуг организации требуется постоянно поддерживать и усиливать свою конкурентоспособность. С необходимостью соответствовать требованиям быстро изменяющейся внешней среды и появлением новых технологий,

управление современными организациями все более усложняется. Известно, что концепция управления организацией, основанная на максимизации ее стоимости, является одной из самых эффективных, а оценочные технологии становятся мощным средством формирования системы управления, направленной на максимизацию благосостояния собственника и оптимизацию отношений между стейкхолдерами. [1]

Федеральный Закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» N 135-ФЗ определяет правовые основы регулирования оценочной деятельности в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости¹.

Отечественными специалистами накоплен серьезный положительный опыт в осуществлении рыночной оценки стоимости бизнеса, определении затрат на инвестиции и др. При этом определенное внимание заслуживают вопросы использования методов оценки. К настоящему времени разработаны разные направления в оценивании стоимости бизнеса. При этом, в качестве основообразующих и общепризнанных методических направлений, как в мировой, так и в российской практике, можно выделить - *доходный, затратный и сравнительный*.

Сравнительная характеристика выделенных направлений приведена в таблице 1. Мы считаем, что каждое из этих направлений можно использовать при оценке стоимости бизнеса.

Таблица 1 – Направления в оценке стоимости бизнеса*

Подход	Характеристика	Используемые методики	Достоинства	Недостатки
Доходный	Подход основан на определении текущей стоимости будущих доходов, которые могут возникнуть в результате использования собственности и возможной ее продажи	Капитализация доходов	Отражает представление инвестора об объекте оценки как источнике дохода.	Базирование преимущественно на прогнозных данных. Согласование показателей денежных потоков и ставок дисконтирования.
		Дисконтирование денежных потоков		

¹ Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ (с изменениями по состоянию на 13 июля 2015 года) // [Электронный ресурс: <http://docs.cntd.ru/document/901713615>] (Дата обращения 25 сентября 2015 г.)

Затратный	Базируется на рыночной стоимости активов бизнеса (или долевого участия) за вычетом его обязательств	Чистых активов	Надежность, возможность использования для определения стоимости в целях налогообложения, страхования, анализа эффективности использования. Наиболее применим для материалоемких и фондоемких производств.	Затраты далеко не всегда являются эквивалентом рыночной стоимости.
		Ликвидационной стоимости		
Сравнительный	Показатель стоимости бизнеса рассчитывается с использованием одного или нескольких методов сравнения оцениваемого бизнеса с проданным аналогичным объектом.	Рынка капитала	Простота исчисления. Определение стоимости объекта на основе фактической цены при сделке купли-продажи сходных объектов. Реальное отражение спроса.	Наличие возможности манипулирования мультипликаторами. Данный подход отражает ситуацию, сформировавшуюся на текущий момент времени, при этом изменения, которые могут произойти в будущем и оказать влияние, как на стоимость оцениваемого объекта, так и на величину потенциального дохода никак не учитываются. Очень высока потребность в сборе информации. Необходимость осуществления сложных котировок для обеспечения сопоставимости данных различных объектов.
		Отраслевых коэффициентов		
		Сделок		

*Источник: таблица составлена авторами по материалам [2, 3]

Рыночная оценка бизнеса, как правило, зависит от потенциальных возможностей развития бизнес-процессов и реальной способности бизнеса приносить доход в ближайшей и отдалённой перспективе. С этой точки зрения наиболее обоснованным и отвечающим требованиям инвесторов, является *доходный подход к оценке бизнеса*. Именно при данном подходе предполагаемый инвестор получает информацию о своих будущих доходах на вложенный капитал, сроках их получения и степени риска. Экономическая сущность доходного подхода основана на предпосылке того, что ожидаемый заинтересованный в покупке субъект не заплатит за долю организации (бизнеса) больше, чем она может принести потенциального дохода, владелец, – не пожелает продать свой бизнес ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. Таким образом, в результате взаимодействия покупатель и собственник придут к соглашению по поводу рыночной цены, которая будет соизмерима с текущей стоимостью перспективных доходов. Традиционно в рамках доходного подхода выделяют два основных метода оценки бизнеса, это метод дисконтирования денежных потоков и метод капитализации доходов.

Исследование показало, что *метод дисконтированных денежных потоков* позволяет учитывать, когда именно собственник будет получать доходы от своего бизнеса, и с какими непосредственно рисками это будет сопряжено. Этот метод применяется в том случае, когда будущие денежные потоки организации нестабильны и оценщик имеет обоснованно прогнозировать изменение денежных потоков организации в будущем. Такой метод оценки бизнеса признается наиболее приемлемым для инвесторов. При вложении денежных средств в реальный бизнес, любой инвестор покупает, не набор активов (внеоборотных – зданий и сооружений, транспортных средств и технического оборудования, нематериальных активов и др.), а приобретает *поток будущих выгод*, обеспечивающих инвестору возможность окупить вложенные средства и получить прибыль.

Метод дисконтированных денежных потоков может быть использован для оценки любой функционирующей организации (бизнеса). Необходимо отметить, что наиболее *точный результат рыночной оценки стоимости бизнеса* такой метод дает при оценке организаций, которые имеют определенную временную

длительность функционирования, на стадии роста или на стадии стабильного экономического развития. Этот метод в меньшей степени применим для оценки стоимости организаций, терпящих систематические убытки и новых организаций, поскольку процесс прогнозирования будущих денежных потоков затрудняется отсутствием ретроспективы прибылей.

Рассмотрим этот метод с точки зрения выявления основных этапов при выполнении оценки стоимости бизнеса.

На первом этапе осуществляется выбор модели денежного потока, учитывая, что анализ будущих доходов и оценка эффективности деятельности организации выражаются в данных показателях. Самое простое определение денежного потока (Cash Flow) сводится к определению денежного потока за конкретный период (год, квартал, месяц) и представляет собой – как разность (притока и оттока денежных средств) поступлений от бизнеса (со знаком плюс) и платежей (со знаком минус) [4].

Показатель «денежный поток» является основным и наиболее приемлемым для оценки стоимости бизнеса с точки зрения доходного подхода, он является комплексным показателем оценки деятельности организации, учитывая, что: источниками образования и расхода денежных потоков являются потоки от трех видов деятельности организации – производственной (основной, текущей), инвестиционной и финансовой. Денежный поток *показывает только реальные изменения*, он показывает изменения соотношений денежных поступлений и денежных отчислений (оттоков), причем не просто данные о проведенных сделках, отражаемых в бухгалтерском учете, но и иные параметры (объем реализации, затраты, прибыль и убытки), в отличие от других показателей денежный поток не бывает краткосрочным – в расчет прибыли на акцию или рентабельности акционерного капитала закладывается информация в лучшем случае на несколько последующих периодов [2].

Для оценки бизнеса применяют одну из двух моделей денежного потока:

- модель денежного потока для собственного капитала и
- модель денежного потока для инвестированного капитала [4,5].

Применяя модель расчета денежного потока для собственного капитала можно рассчитать рыночную стоимость собственного (акционерного) капитала организации.

Применяя *модель дисконтированных денежных потоков*, определяют ставку дисконтирования, которая с математической точки зрения является процентной ставкой для пересчета будущих потоков доходов (их может быть несколько) в единую величину текущей стоимости, и является базой для определения рыночной стоимости бизнеса. Экономическая сущность ставки дисконтирования заключается в том, что в роли ставки выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты, или рассматривается как требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

Организация как самостоятельное юридическое лицо, обособленное от заинтересованных стейкхолдеров, рассматривает ставку дисконтирования как вариант цены привлечения бизнесом капитала из различных источников. Тогда данная цена привлечения организацией капитала или ставка дисконтирования должна быть рассчитана с учетом определённых факторов:

- необходимость наличия различных источников привлекаемого капитала, требующих разные уровни компенсаций;
- необходимость рассмотрения стоимости денежных средств с учётом временной составляющей;
- необходимость учёта уровня рискованности, как степени вероятности получения ожидаемых будущих доходов.

В теории и практике известны методики определения ставки дисконтирования [2]:

- для денежного потока с позиции собственного капитала применяется модель оценки капитальных активов и для метода кумуляции;
- для денежного потока с позиции всего инвестированного капитала применяется модель средневзвешенной стоимости капитала

Модель оценки капитальных активов для определения ставки дисконтирования предусматривает – анализ информационных массивов фондового рынка, непосредственно изменений доходности свободно обращающихся акций (1):

$$R = R_f + \beta (R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (1)$$

где: R - *требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал)*; R_f - *безрисковая ставка дохода*; β - *коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами,*

происходящими в стране); R_m - общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг); S_1 - премия для малых предприятий; S_2 - премия за риск, характерный для отдельной компании; C - страновой риск.

Следует отметить, что использование данной модели формирования ставки дисконтирования для закрытых компаний требует внесения дополнительных корректировок.

В мировой практике в качестве оптимальной ставки дохода, с точки зрения степени рискованности, обычно используется ставка по долгосрочным государственным долговым обязательствам (облигациям, векселям). Объясняется это тем, что государство является самым надежным гарантом по всем своим обязательствам, и вероятность банкротства практически исключена. Однако, отечественный опыт показывает, что государственные ценные бумаги в условиях России далеко не всегда можно воспринимать с позиции отсутствия риска. Поэтому для определения ставки дисконтирования в роли безрисковой ставки может быть принята ставка по вложениям, характеризующимся наименьшим уровнем риска, а именно, ставка по депозитам Сберегательного банка Российской Федерации или других наиболее надежных коммерческих банков.

Для западных компаний основываться на безрисковой ставке можно при обязательном прибавлении странового риска с целью учета реальных условий инвестирования, существующих в российской практике. Такая ставка для потенциального инвестора будет альтернативной ставкой дохода, характеризующаяся отсутствием риска и высокой степенью ликвидности. Безрисковая ставка как отправная точка, на основании которой производится соизмерение различных видов риска, характеризует степень выгодности вложения в данную организацию, и на основе этого формируется необходимая ставка дохода.

Коэффициент бета представляет собой меру риска. На фондовом рынке принято выделять два вида риска: «систематический риск», характерный для всех компаний, акции которых находятся в обращении, (определяется макроэкономическими факторами – риски конъюнктуры рынков сбыта, закупок и др.) и «несистематический риск» или специфический для конкретной организации (определяется микроэкономическими факторами, характером управления, особенностями бизнеса). В модели оценки капитальных активов с использованием коэффициента бета

определяется величина систематического риска. Рассчитывается бета с учетом размаха отклонений общей доходности акций определённой организации, по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом. Для расчёта общей доходности акций организации за период применяется формула:

$$R = \frac{P_1 - P_0 + D}{P_0}, \quad (2)$$

где: P_1 - рыночная цена акции на конец периода; P_0 - рыночная цена акции на начало периода; D - выплаченные за период дивиденды.

Инвестиции в организацию являются более рискованными, если курсу акций и общей доходности характерна высокая степень изменчивости, и наоборот. В целом для рынка коэффициент бета равен 1. Коэффициенты бета в мировой практике обычно рассчитываются при анализе статистической информации фондового рынка [2].

Формула метода кумулятивного построения ставки дисконтирования такова:

$$E(R_i) = R_f + RP_m + RP_S + R_{p_u}, \quad (3)$$

где: $E(R_i)$ - ожидаемая (требуемая рынком) ставка дохода на ценную бумагу; R_f - ставка дохода на безрисковую ценную бумагу по состоянию на время оценки; RP_m - общая «рыночная» премия за риск для акций; RP_S - премия за риск для малых компаний; R_{p_u} - премия за несистематический риск для конкретной компании.

Для денежного потока всего инвестированного капитала применяется показатель средневзвешенной стоимости капитала WACC (weighted average cost of capital), равный сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства (ставка отдачи на заемные средства является процентной ставкой банка по кредитам), где в качестве весов выступают доли заемных и собственных средств в структуре капитала. Такой показатель или ставка дисконтирования рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = k_d(1 - t_c)w_d + k_p w_p + k_s w_s, \quad (4)$$

где: k_d - стоимость привлечения заемного капитала; t_c - ставка налога на прибыль организации; k_p - стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции); k_s - стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции); w_d - доля заемного капитала в структуре капитала организации; w_p - доля привилегированных акций в структуре капитала организации; w_s - доля обыкновенных акций в структуре капитала организации.

Показатель WACC (4) может применяться, например, при покупке компании, после которой новый владелец намеревается полностью расплатиться со всеми держателями акционерного и заемного капиталов и полностью рефинансировать компанию по своему усмотрению. Важный момент состоит в том, что относительные веса долга и собственного капитала должны базироваться на рыночных стоимостях каждого компонента, а не балансовых стоимостях [2].

В рамках следующего этапа необходимо определение стоимости в период, наступающий после окончания прогнозируемого временного отрезка. Это обусловлено реальной способностью бизнеса функционировать и приносить выгоды также и после окончания прогнозируемого периода. Предполагается, что после окончания прогнозируемого отрезка доходы бизнеса принимают сбалансированный и стабильный характер и в дальнейшем будут иметь место долгосрочные темпы роста. В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирают вышеуказанные методы или варианты расчета ставки дисконтирования.

Например, если в после завершения прогнозируемого периода времени планируется банкротство организации с дальнейшей реализацией имеющихся активов, то целесообразно применять метод ликвидационной стоимости. При расчете ликвидационной стоимости необходимо учесть расходы, связанные с ликвидацией, а также скидку на срочность (при срочной ликвидации). Напротив, для оценки активно функционирующего бизнеса, находящегося на стадии роста, или способного приносить прибыль, применение метода ликвидационной стоимости является абсолютно неприемлемым.

Рассмотрим возможность применения метода чистых активов. В основе его расчетов лежит схема, сходная расчетам ликвидационной стоимости, при этом отличительной чертой является отсутствие учёта затрат на ликвидацию, а также скидки за сбытовую срочность. Соответственно, данный метод уже можно рекомендовать для стабильных организаций, обладающих преимущественно материальной структурой активов.

Ещё один распространённый метод применения ставки преобразования денежного потока – *метод предполагаемой продажи*. В его основе лежит принцип пересчета потока денежных средств в показатели стоимости с применением специальных

коэффициентов, полученных в результате изучения материалов исследования информации по состоявшимся продажам сопоставимых организаций. Необходимо заметить, что применение подобного метода оценочной деятельности в российской практике является крайне затруднительным в связи с отсутствием статистических массивов данных необходимого уровня объемов и достаточной степени сопоставимости.

Список литературы

1. Бердников В.В., Бердников В.В. Аналитические инструменты управления инновационной деятельностью компаний // Экономика. Бизнес. Банки. 2014. Т. 3. С. 196-212.
2. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса // Учебник. – Москва: Финансы и статистика, 2009, 736 с.
3. Новиков А. В. Влияние реструктуризации предприятия на стоимость бизнеса // Экономика. Менеджмент. Инновации. 2013. № 13 с. 18-24
4. Куприянова Л.М., Петрусевич Т.В. Анализ денежных потоков и их влияние на результаты деятельности организации // Экономика. Бизнес. Банки. 2014. Т. 3. С. 112-128.
5. Карпова Н.А. Некоторые вопросы анализа финансовой устойчивости как основы принятия управленческих решений // Экономика. Бизнес. Банки. 2015. № 1 (10). С. 110-119.
6. Батурина О.Ю., Перевозчиков А.Г. Об оценке стоимости зависимых компаний с отрицательным собственным капиталом // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2008. № 10. С. 70-73.
7. Щербаков В. А. Использование факторного анализа при согласовании результатов оценки бизнеса // Финансы. 2009 №. 5 стр. 70-73