

ПРИМЕНЕНИЕ МЕТОДОВ ОЦЕНКИ В УПРАВЛЕНИИ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ

Владимир САВЧУК

Кафедра бухучёта и экономической информатики

Evaluarea costului întreprinderii este un instrument important de gestiune financiară a afacerii în cadrul conceptului de management al întreprinderii. Un criteriu important al gestiunii la diferite niveluri este majorarea costului de piață al întreprinderii. În acest context, gestiunea necesită analiza și elaborarea noilor metode de evaluare a costului întreprinderii.

Enterprise evaluation is the important instrument of the financial administration business in frame work of the concept of operation of business on the basis of market value of the enterprise. In purpose of planning and statement of problems for maximization of value of the enterprise, it is necessary to analyze existing and workings out of new methods of its estimation.

Оценка стоимости предприятия является важным инструментом финансового управления бизнесом в рамках концепции управления предприятием на основе рыночной стоимости компании. Основным критерием успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривается максимизация рыночной стоимости предприятия. Управление с указанных позиций требует анализа существующих и разработки новых методов оценки стоимости предприятия с целью планирования и постановки задач для ее максимизации.

До недавнего времени оценка стоимости рассматривалась в отрыве от целей и задач стратегического управления и финансового менеджмента. Оценочная деятельность осуществлялась, в основном, в ситуациях, требуемых законом: в целях налогообложения, для выкупа акций у акционеров при крупных сделках, при национализации имущества, формировании уставного капитала, при ипотечном кредитовании физических и юридических лиц и других. Такая оценка не требовала глубокого анализа бизнес-процессов оцениваемых компаний, исследования всевозможных рисков, присущих этому бизнесу.

В последние годы роль оценки, однако, резко возросла, и связано это с внедрением новой концепции управления предприятием – *управления на основе рыночной стоимости предприятия*. В рамках данной концепции среди важнейших критериев успешности управленческой деятельности на разных ее уровнях рассматривают максимизацию рыночной стоимости предприятия. Опыт развитых стран свидетельствует, что рост стоимости предприятия предопределяет долгосрочное и устойчивое его функционирование, способствует повышению благосостояния общества и социально-экономическому развитию страны.

Существует несколько базовых подходов к оценке стоимости имущества предприятия – *доходный*, *затратный* и *рыночный* (сравнительный), в рамках каждого из которых имеется несколько методов, учитывающих те или иные особенности объекта оценки и целей оценки. Основные методы оценки предприятия приведены ниже.

Основные методы оценки стоимости предприятия

Понятие	Доход	Затраты	Рынок
Подход	Доходный подход	Затратный подход	Рыночный (сравнительный) подход
Методы	<ol style="list-style-type: none"> 1) дисконтированная будущая прибыль 2) дисконтированный будущий денежный поток 3) капитализация прибыли 4) капитализация денежного потока 	<ol style="list-style-type: none"> 1) стоимость чистых активов 2) ликвидационная стоимость 3) метод избыточных прибылей 	<ol style="list-style-type: none"> 1) отношение стоимости фирмы и прибыли 2) отношение стоимости и денежного потока 3) отношение стоимости и валового дохода 4) отношение стоимости и стоимости активов 5) прошлые сделки с акциями компании 6) предложение о покупке компании

Источник: адаптация автора на основе [1].

Для оценки предприятия по доходу применяют два метода: *метод капитализации* и *метод дисконтирования дохода*. Метод капитализации используется в случае, если ожидается, что будущие чистые доходы или денежные потоки приблизительно будут равны текущим или темпы их роста будут умеренными и предсказуемыми. Причем, доходы являются достаточно значительными положительными величинами: предполагается, что бизнес будет стабильно развиваться. Суть метода капитализации заключается в определении величины ежегодных доходов и соответствующей этим доходам ставки капитализации, на основе чего рассчитывается цена компании. При применении этого метода возникает целый ряд проблем, таких как определение чистого дохода предприятия, выбор ставки капитализации. При расчете чистого дохода важно правильно выбрать период времени, за который производятся расчеты. Это могут быть несколько периодов в прошлом, а могут использоваться данные о доходах за прошлые периоды и прогнозы на ближайшее будущее.

Другим сложным моментом этого метода является определение ставки капитализации, которая во многом зависит от устойчивости дохода компании. Если последняя имеет устойчивый рост прибыли, то выбирается более низкая ставка капитализации, что приводит к увеличению рыночной стоимости компании и, наоборот, при нестабильных прибылях ставку капитализации увеличивают.

Главное достоинство метода капитализации дохода – он отражает потенциальную доходность бизнеса, позволяя учесть риски отрасли и компании. Однако этот метод малоприменим для быстрорастущих компаний.

Рыночная оценка бизнеса во многом зависит от того, каковы его перспективы. При определении рыночной стоимости бизнеса учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в будущем. При этом важно, на каком этапе развития бизнеса собственник начнет получать доходы и с каким риском это сопряжено. Все эти факторы, влияющие на оценку бизнеса, позволяет учесть метод дисконтирования денежных потоков. Определение стоимости бизнеса данным методом основано на предположении о том, что потенциальный инвестор не заплатит за данный бизнес сумму, большую, чем текущая стоимость будущих доходов от этого бизнеса, а собственник не продаст свой бизнес по цене ниже текущей стоимости прогнозируемых будущих доходов. В результате взаимодействия стороны придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов. Данный метод оценки считается наиболее приемлемым с точки зрения инвестиционных мотивов, поскольку любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете получает не набор активов, а поток будущих доходов, позволяющих ему окупить вложенные средства, получить прибыль и повысить свое благосостояние.

Метод дисконтирования денежных потоков может быть использован для оценки любого действующего предприятия. В некоторых ситуациях он объективно дает наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия. Применение данного метода наиболее обоснованно для оценки предприятий, находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. Данный метод в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть фактом для принятия управленческих решений). Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещающих. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса. Таким образом, можно констатировать, что *метод дисконтированных будущих денежных потоков разумно используется тогда, когда можно обоснованно спрогнозировать будущие денежные потоки*.

Показатель Cash Flow (денежный поток) является наиболее приемлемым для оценки стоимости предприятия с точки зрения доходного подхода, поскольку он является комплексным показателем оценки стоимости предприятия: источниками образования и расхода денежного потока является производственная, инвестиционная и финансовая деятельность предприятия. Кроме того, необходимо отметить, что денежный поток показывает только действительные изменения в денежном потоке, а именно: изменение соотношений поступлений и денежных отчислений (оттоков), а не просто данные о сделках, отражаемых в бухгалтерском учете (объем реализации, затраты, прибыль, убыток).

Эффективность операций зависит от всех предполагаемых свободных денежных потоков, определяемых как прибыль от операций после налогообложения минус сумму необходимых инвестиций в оборотный капитал и основные средства. Таким образом, свободное движение денег представляет

собой финансовые ресурсы, действительно доступные для распределения между инвесторами. Следовательно, способ, которым менеджеры могут повысить ценность своих фирм для них – это увеличить свободный поток денежных средств, так как стоимость фирмы зависит, прежде всего, от предполагаемого будущего свободного денежного потока.

Крайне важен анализ наличия отрицательного свободного денежного потока. Если он был отрицательным из-за того, что чистая операционная прибыль после налогообложения была малой, то это означает, что компания, возможно, испытывает трудности с основным бизнесом, что является негативным фактором. Однако у многих значительно растущих компаний величина прибыли от операций после налогообложения положительная, но отрицательные свободные денежные потоки, поскольку эти компании осуществляют значительные вложения в операционные активы для поддержания роста. В данном случае наличие отрицательного денежного потока не является негативным. При этом одним из способов определения того, является ли рост «прибыльным», служит изучение рентабельности инвестированного капитала. Если рентабельность инвестированного капитала превышает ставку доходности, требуемую для своих вложений инвесторами фирмы, то отрицательный свободный денежный поток, вызванный быстрым ростом, не является проблематичным. Если рентабельность больше ставки доходности, требуемой инвесторами, то фирма создает дополнительный капитал или дополнительную стоимость. В то же время требуемая инвесторами ставка доходности зависит и от риска компании, и от общего уровня процентных ставок в экономике.

Доходный метод наиболее точно отражает стоимость компании как бизнеса – то есть работающего механизма, приносящего прибыль. Однако использование прогнозных данных позволяет усомниться в точности расчетов. Метод оценки предприятий на основе дисконтирования будущих доходов обладает рядом достоинств и недостатков. Он позволяет отразить будущую доходность компании, что в наибольшей степени интересует инвестора, при этом учитывая риск инвестиций, возможные темпы инфляции и ситуацию на рынке через ставку дисконта. Этот метод позволяет учесть экономическое устаревание компании, показателем которого является превышение величины рыночной стоимости, полученной методом накопления активов, над величиной рыночной стоимости, полученной методом дисконтирования будущих доходов.

Мировая практика показала, что этот метод точнее всего определяет рыночную стоимость предприятия. Но использование этого подхода предполагает, что количественное значение потоков всех дисконтируемых периодов точно известно, а на практике выполнение данной предпосылки маловероятно, поскольку невозможно точно предсказать финансовые результаты деятельности компании в будущем. К другим недостаткам доходного подхода следует отнести погрешности определения других его параметров – риска бизнеса, стоимости привлеченного и акционерного капитала, а также темпов роста денежных потоков в постпрогнозный период.

Спецификой затратного подхода является его нацеленность на выявление и учет всех имеющихся активов и обязательств предприятия. Его анализ привел к выводу о том, что использование этого подхода полезно на больших материалоемких производствах, в условиях недостаточно эффективной коммерческой деятельности или недостатка информации о финансово-экономической деятельности предприятия и ценах сделок с акциями или активами предприятий-аналогов. Однако в наших условиях затратный подход к оценке предприятий остается довольно актуальным. Это обусловлено, в первую очередь, наличием достоверной и доступной информации для расчетов (так как основной информационной базой затратного подхода является баланс предприятия).

Основным недостатком затратного подхода является то, что он не учитывает будущих возможностей предприятия в получении чистого дохода. Кроме того, расчет стоимости на основе затратного подхода не позволяет выявить источники создания стоимости, а следовательно – исключает управление ими.

Рыночный (сравнительный) подход предполагает анализ рынка в целях выявления закономерностей между стоимостью компаний-аналогов и их основными показателями. Предполагается, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно развитого финансового рынка, то есть наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной компании, зафиксированная рынком. Но при использовании данного подхода актуальной проблемой является низкая информационная прозрачность.

Определение рыночной стоимости предприятия на основе рыночного подхода базируется на использовании ценовых мультипликаторов. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым относятся прибыль, выручка от реализации, валюта баланса и прочие. В обобщенном виде суть классического рыночного подхода при оценке предприятия заключается в следующем. Выбирается предприятие, аналогичное оцениваемому, которое было недавно продано. Затем рассчитывается соотношение между ценой продажи и каким-либо финансовым показателем по предприятию-аналогу. Это соотношение называется мультипликатором. Умножив величину мультипликатора на тот же базовый финансовый показатель оцениваемой компании, получим ее стоимость. Однако несмотря на кажущуюся простоту, в процессе практического использования этого метода возникает ряд проблем, не решив которые невозможно получить адекватный результат. Основные проблемы заключаются в следующем:

- отсутствие полной информации о предприятиях-аналогах;
- несопоставимость данных;
- функциональная взаимозависимость финансовых показателей, используемых при расчетах;
- сложность оценки качественных характеристик.

Источники информации для использования сравнительного метода весьма ограничены. Молдавский рынок корпоративного контроля действует, в основном, вне организованных фондовых рынков, и объем перераспределения акций в экономике нашей страны, проходящего вне организованных рынков, в принципе трудно оценить. Соотношение биржевого и внебиржевого оборотов в деятельности участников фондового рынка составляет примерно 25% / 75% от общего объема сделок на организованном рынке. Последние данные показывают, что объем обращений акций на внебиржевом рынке Молдовы, как минимум, в 3 раза превосходит объем сделок на биржевом рынке [2].

Если провести сравнительный анализ подходов к оценке стоимости предприятия, то можно выявить их недостатки и достоинства (см. нижеследующую таблицу).

Преимущества и недостатки основных методов оценки стоимости предприятий

Метод	Преимущества:	Недостатки:
Затратный	<ul style="list-style-type: none"> • учитывает влияние производственно-хозяйственных факторов на изменение стоимости активов; • дает оценку уровня развития технологии с учетом степени износа; • расчеты опираются на фактические финансовые и учетные документы. 	<ul style="list-style-type: none"> • отражает прошлую стоимость; • не учитывает рыночную ситуацию на дату оценки; • не учитывает перспектив развития предприятия • не учитывает риски; • статичен; • отсутствуют связи с настоящими и будущими результатами деятельности предприятия.
Доходный	<ul style="list-style-type: none"> • учитывает будущее изменение доходов и расходов; • учитывает уровень риска через ставку дисконтирования; • учитывает интересы инвестора. 	<ul style="list-style-type: none"> • сложность прогнозирования будущих результатов; • возможно использование нескольких норм доходности, что затрудняет принятие решений; • не учитывает конъюнктуру рынка; • трудоемкость расчетов.
Рыночный (сравнительный)	<ul style="list-style-type: none"> • базируется на реальных рыночных данных; • отражает существующую практику продаж и покупок; • учитывает влияние отраслевых или региональных факторов на цену акций предприятия. 	<ul style="list-style-type: none"> • недостаточно четко характеризует особенности организационной, технической, финансовой подготовки предприятия; • в расчет принимается только ретроспективная информация; • требует внесения множества поправок в анализируемую информацию.

Источник: адаптация автора на основе [3].

Из сравнительного анализа основных подходов к оценке стоимости предприятий явствует, что ни один из них не может быть использован в качестве основного. Поэтому для определения итоговой величины рыночной стоимости компании наиболее рациональным, на наш взгляд, является анализ преимуществ и недостатков использованных подходов и качества полученной информации с при-

своением каждому подходу весового коэффициента. Однако хотелось бы отметить, что присвоение коэффициентов является прерогативой оценщика, то есть существенно зависит от его квалифицированности и непредвзятости.

Кроме того, прямое применение классических методов в нашей стране затруднено в силу объективных причин – это:

- 1) неразвитость нашего рынка ценных бумаг. В настоящее время котируются акции только небольшого числа молдавских предприятий;
- 2) информационная закрытость. Применение рыночного подхода затруднено, поскольку отсутствует адекватная база данных для сравнения с аналогами;
- 3) необходимость внесения большого количества корректировок, связанных с непрозрачностью бухгалтерской отчетности;
- 4) неопределенность с долгосрочным планированием в наших условиях приводит к сложности в применении доходных методов оценки. В основном используются ретроспективные данные за прошлые периоды;
- 5) бухгалтерская оценка активов значительно занижена по сравнению с рыночной. Необходима рыночная переоценка всех основных фондов и нематериальных активов;
- 6) традиционные методы оценки дают «точечный» во времени результат, который не может использоваться для оперативного или стратегического управления предприятием. Ни одна из обязательных для оценки ситуаций не предполагает возможность дальнейшего мониторинга.

Использование ранее разработанных методов оценки стоимости затруднено в условиях изменившихся экономических отношений. Существующие методики оценки не приспособлены для возможности принятия решений в условиях неопределенности. Подтверждением этому служит тот факт, что традиционные методы доходного подхода не позволяют учесть эффекты, вытекающие из условий развивающейся рыночной экономики, такие как высокие и изменяющиеся темпы роста, слабая прогнозируемость результатов деятельности. Кроме того, расчет стоимости бизнеса в рамках данных методов в недостаточной мере учитывает финансовые показатели деятельности предприятия (рентабельность капитала, коэффициент реинвестиций). Используемые методы расчета стоимости компании не позволяют также учесть неопределенность, сопутствующую процессу стратегического управления при составлении прогнозов. Как следствие, основные методы оценки не позволяют точно определить влияние управляющих воздействий на повышение стоимости компании.

Как видим, каждый из методов несовершенен, поэтому желательно использование всех трех методов, а далее – сравнение результатов. Сведение промежуточных значений стоимости имущества предприятия, полученных различными методами оценки, в итоговую величину стоимости должно осуществляться с позиции продавца и покупателя с учетом текущего состояния рынка, отражающего доминирование одной из этих групп.

Результаты оценки стоимости имущества предприятия (включая оценку стоимости активов с учетом его будущих возможностей, обязательств, денежных потоков и рисков функционирования бизнеса) могут самым непосредственным образом использоваться его менеджерами в практике управления этим предприятием. Например, если в результате оценки выяснилось, что стоимость имущества предприятия, рассчитанная затратным подходом, больше его стоимости, определенной доходным подходом, менеджеры предприятия должны сделать очевидный вывод о том, что функционирование данного предприятия находится далеко не на высоте и необходимо предпринять меры по реорганизации его работы, иначе предприятие может быть признано несостоятельным.

Литература:

1. Павловец В.В. Модели оценки стоимости корпораций: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Санкт-Петербург, 2001.
2. Чегаровский А. Фондовая биржа, третий квартал // Экономическое обозрение, 2009, №38, с.10.
3. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса. - Санкт-Петербург, 2006.
4. Джаксыбекова Г.Н. Доходный подход к оценке стоимости компании // Финансы и кредит, 2008, №45.
5. Козырь Ю.В. Оценка и управление стоимостью имущества промышленного предприятия: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. - Москва, 2003.

Prezentat la 29.03.2010