

5.5. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА В НЕСТАБИЛЬНЫХ МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ УСЛОВИЯХ И ПРИ СНИЖАЮЩИХСЯ ТЕМПАХ РОСТА

Доронина А.С., студент, факультет менеджмента;
Шатый В.Ю., студент, факультет менеджмента;
Борисова О.В., к.э.н., доцент, кафедра
«Финансовый менеджмент»

Финансовый университет при Правительстве
РФ, г. Москва

Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ

В статье исследуются методы оценки бизнеса в нестабильных макроэкономических условиях. В результате исследования уточнена классификация факторов, оказывающих влияние на стоимость бизнеса, и разработаны предложения по модификации методов доходного затратного и сравнительного подходов, позволяющие учесть особенности текущей ситуации.

В современных экономических условиях любые сделки, связанные с бизнесом, требуют проведения его оценки. Причем данный показатель должен определяться на основании научных практико-ориентированных методов. С помощью оценки бизнеса определяют его действительную рыночную стоимость. Эту оценку осуществляют с учетом всех факторов внутренней и внешней среды организации.

При этом под внешними факторами стоимости подразумевают факторы развития страны, региона, отрасли, которые являются основными при определении текущего состояния и прогноза на будущее [3, 4]. К факторам развития страны и региона относят валовый внутренний продукт (ВВП), индекс потребительских цен, темпы инфляции, уровень политической стабильности, колебания курсов валют, изменение процентных ставок, уровень безработицы и другие.

При проведении оценки важно обратить внимание на отрасль, в которой функционирует организация, так как отраслевые факторы влияют на ее конкурентоспособность и привлекательность. Среди внутренних наиболее значимыми факторами считаются те, которые отражают финансово-хозяйственное состояние организации, имидж и степень ее открытости. Финансово-хозяйственные факторы включают организационно-правовую структуру организации, долю на рынке, производственные мощности, наличие патентов, лицензий и других нематериальных активов. Степень открытости организации предполагает такие факторы, как ликвидность, наличие спроса и предложения на акции [4, с. 50].

Исследования, проведенные независимой оценочной компанией «Топ-оценка», позволили сделать вывод о главенствующей роли факторов со стороны спроса [9]. На них влияют такие показатели, как размер доходов и расходов, величина рисков, размер прибыли, которую получает собственник предприятия. Помимо этого выделяют степень контроля и ликвидность организации как факторы,

оказывающие значительное влияние на величину оценки. Например, при покупке ценных бумаг пакет, дающий больше прав в пересчете на одну акцию, обойдется покупателю дороже, чем пакет, не позволяющий существенным образом влиять на процесс управления. Рыночная цена организации также зависит от ограничений со стороны государства и квалификации работающего в ней персонала, наличия нематериальных активов, качества внеоборотных активов и перспектив развития на рынке.

Федотова М.А. и Тазихина Т.В. [8] при исследовании акцент делают на внутренних факторах, к которым относят: финансово-хозяйственную деятельность, ликвидность, финансовую устойчивость, рентабельность. Кроме этого, важную роль играют такие внутренние факторы, как организационно-правовая структура, интеллектуальный капитал, качество менеджмента, предпринимательские способности управляющего персонала, доходы, затраты, прибыль и риски, связанные с получением доходов, имидж, бренд и гудвилл, а также перспективы развития организации на рынке.

Кроме внутренних факторов, авторы [1-5, 8] выделяют внешние, к которым относят: отраслевые особенности бизнеса, уровень конкуренции на рынке, фактор времени, уровень государственного вмешательства и его контроль за сделками, связанными с покупкой и продажей организации, инвестиционный климат.

Изучив все приведенные выше факторы, считаем, что внешние факторы целесообразно подразделять на три блока: влияние государства, отрасли, региона. При этом каждый блок факторов также подразделяется на отдельные компоненты. Так, влияние государства на оценку бизнеса заключается в наличии (отсутствии) ограничений со стороны государства, а также политической стабильности в стране. Влияние отрасли подразумевает «необходимость учета и анализа отличительных особенностей хозяйственной деятельности» [2], т.е. оценку отраслевых факторов, уровня конкурентоспособности организации, занимаемую компанией долю на рынке. Влияние региона отражается в факторах развития субъекта, уровня безработицы, индексах потребительских цен, а также наличия платежеспособного спроса. В результате исследования была составлена схема внутренних и внешних факторов, оказывающих влияние на стоимость бизнеса (рис. 1).

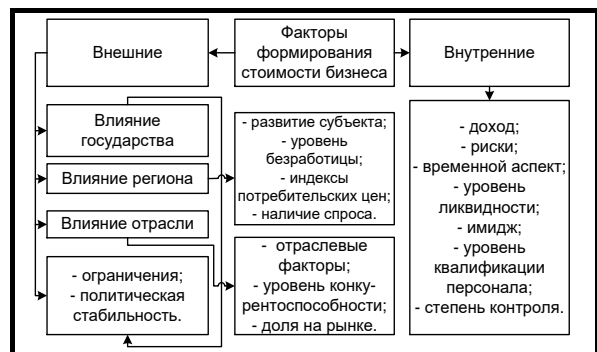


Рис. 1. Факторы, влияющие на стоимость бизнеса

Учитывая нестабильную макроэкономическую ситуацию и снижающиеся темпы роста, все вышеприве-

денные факторы нужно учитывать с определенной поправкой. В частности, временной промежуток, за который будут браться базовые показатели, следует сократить, поскольку уровень достоверности прогнозов ситуации кризиса снижается. В этом случае возрастет достоверность оценки. Кроме того, значимость показателей, максимально приближенных к настоящему моменту времени, целесообразно оценивать более высоко по той же причине.

Для качественной оценки бизнеса пользуются такими методами, как дисконтирование денежных потоков, учетный, сделок, отраслевых коэффициентов, капитализации доходов, рынка капитала. Эти методы относятся к трем различным подходам оценки стоимости бизнеса: доходному, затратному и сравнительному. В результате проведения расчетов по методам каждого из подходов делается вывод о стоимости бизнеса.

Далее разберем отдельно каждый из подходов и методы, которые используются в рамках каждого из них.

Доходный подход подразумевает под собой оценку организации, в основе которой лежит определение предполагаемого дохода. Чем больший размер дохода ожидается получить от бизнеса, тем выше будет его оценочная стоимость на рынке. Кроме величины дохода, важны также сроки его получения и уровень рисков, связанных с данным процессом.

Данный подход включает в себя метод капитализации дохода и метод дисконтирования денежных потоков. По методу капитализации рыночная стоимость организации V рассчитывается как отношение чистого дохода, приносимого бизнесом за год D , к коэффициенту капитализации R :

$$V = \frac{D}{R}.$$

Так как условия нестабильны, предпочтение следует отдать оценке на основе краткосрочного периода. В связи с этим целесообразно преобразовать чистый доход бизнеса за год в сумму произведений чистого дохода за квартал с учетом веса. Для I квартала он составит 0,5; для II – 0,8; для III – 1,2 и для IV – 1,5. Сумма данных весов составит четыре. Таким образом, будет корректно определено годовое значение показателей, поскольку оно учитывает наиболее вероятное значение чистого дохода с большим весом относительно других.

В знаменателе целесообразно заменить годовой коэффициент капитализации его суммой за последние четыре квартала с учетом веса.

Таким образом, формула расчета стоимости бизнеса будет выглядеть следующим образом:

$$V = \frac{D_I * 0,5 + D_{II} * 0,8 + D_{III} * 1,2 + D_{IV} * 1,5}{R_I * 0,5 + R_2 * 0,8 + R_3 * 1,2 + R_4 * 1,5},$$

где $D_I, D_{II}, D_{III}, D_{IV}$ – чистый доход за I, II, III, IV квартал соответствующего года;

$R_I, R_{II}, R_{III}, R_{IV}$ – коэффициент капитализации I, II, III, IV квартала соответствующего года.

Кроме метода капитализации дохода, в рамках доходного подхода часто применяется метод дисконтирования денежных потоков. Он основывается на прогнозировании потоков бизнеса, которые дисконтируются по ставке, соответствующей требованиям инвестора.

Ставка доходности, требуемая инвестором, является номинальной ставкой. Но чтобы норма доходности была корректной, необходимо определить эффективную ставку, учитывающую уровень инфляции α :

$$\frac{1+r}{1+\alpha} = (1+r_{эф}).$$

Откуда

$$r_{эф} = \frac{r - \alpha}{1 + \alpha},$$

где r – номинальная ставка;

$r_{эф}$ – эффективная ставка.

Затратный подход используется для оценки бизнеса, не имеющего устойчивого дохода, но при этом обладающего разнообразными активами. В рамках этого подхода оценщик собирает информацию о специфических характеристиках оцениваемого объекта. Например, при оценке стоимости нефтедобывающей организации собираются данные о расходах на оборудование, задействованное при добыче и переработке нефти, уровне заработной платы, стоимости переработки сырья, прибыли и накладных расходах других нефтедобывающих организаций на рынке и др.

Рассматриваемый подход подразумевает оценку бизнеса с помощью таких методов, как метод чистых активов и метод ликвидационной стоимости. Рыночная стоимость организации первым методом определяется путем вычитания всех обязательств (**Обяз**) компании из суммарной стоимости всех ее активов (A^{PC}):

$$V = A^{PC} - \text{Обяз}.$$

Сумму обязательств желательно определять отдельно по рублевым и валютным статьям. Учитывая крайне нестабильно изменяющиеся курсы валют, необходимо учесть возможное увеличение реальной стоимости обязательств. Проведенные нами расчеты показали, что за прошедший год среднемесячный рост курса валют составил 6,02%, следовательно:

$$\text{Обяз}_{вал} = \text{Обяз} * (1 + 6,02\%).$$

Такую же корректировку необходимо провести в отношении активов. Однако при оценке активов целесообразно учесть вероятность потери их ценности, поэтому считаем необходимым изменить базовую модель следующим образом:

$$A_{вал}^{PC} = A^{PC} * (1 - 6,02\%).$$

Следует отметить, что применение подобного способа расчета позволяет провести экспресс-анализ, поскольку не учитывает наличие активов и обязательств, которые не могут быть откорректированы, например денежные средства.

Метод ликвидационной стоимости позволяет дать оценку на основании разности между стоимостью всех активов компании и затратами на ее ликвидацию (**Злик**):

$$V = A^{PC} - \text{Злик}.$$

При оценке организации этим методом целесообразно провести корректировку по модели, используемой для метода чистых активов, поскольку доходы собственников компании, полученные через некоторое время, будут подвержены, по крайней мере, инфляционным процессам. При этом необходимо

учесть, что затраты на ликвидацию возрастут, а стоимость активов сократится.

Последним рассматриваемым нами подходом является сравнительный. Его основу составляет сопоставление организации с ее аналогами, которые были недавно реализованы на рынке. Качество оценки бизнеса при использовании данного подхода зависит от того, насколько достоверна собранная информация о последних продажах аналогичных объектов. Эта информация включает в себя данные о времени продажи, условиях финансирования, местоположении и экономических характеристиках объекта. Данный подход включает в себя три метода оценки: метод рынка капитала, метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

Метод сделок подразумевает анализ цен приобретения контрольных пакетов акций аналогичных организаций. Однако при нестабильных условиях провести корректную оценку бизнеса на его основе невозможно. Это объясняется тем, что рост турбулентности экономики приводит к увеличению значимости всех отличий, поэтому даже сделки по аналогичным компаниям могут не подходить для проведения анализа сравнительным методом.

Метод рынка капитала основан на анализе цен рынка акций аналогичных компаний, что служит ориентиром при оценке бизнеса, но с учетом необходимых корректировок. Метод отраслевых коэффициентов основывается на оценке бизнеса, которая осуществляется с помощью специальных моделей, полученных на базе проведения корреляционно-регрессионного анализа статистической выборки аналогов. Его использование возможно только при наличии значительной базы по аналогичным компаниям.

В связи с тем, что для большинства публичных компаний в Российской Федерации сложно найти значительную базу для сравнения, предлагаем модифицировать данный метод. Для этого изначально проводим оценку по методу капитализации дохода. Затем полу-

ченную стоимость корректируем при помощи коэффициента, отражающего разницу между капитализацией нашей компании и компаниями аналогами. Это позволит учесть факт пере- или недооценки организации рынком, и, соответственно, привести полученную рыночную стоимость к значению, максимально приближенному к справедливой стоимости. В результате модифицированная модель будет иметь вид:

$$V_{\text{сравн}} = V * \frac{R_{\text{соб}}}{(R_{\text{соб}} + R_1 + R_2 + R_3 + R_4) / 5},$$

где $V_{\text{сравн}}$ – стоимость бизнеса, полученная по модифицированной модели;

V – стоимость бизнеса по методу капитализации дохода;

$R_{\text{соб}}$ – капитализация анализируемой компании;

R_i – капитализация компаний, аналогов.

Таким образом, предлагаемая корректировка, позволит учесть разницу между капитализациями компаний и скорректировать величину стоимости, полученной в рамках доходного подхода.

Протестируем предложенные нами скорректированные модели на примере Публичного акционерного общества «Новолипецкий металлургический комбинат» (ПАО «НЛМК»). Достоверность оценки подтверждается качеством исходной информации компании, прошедшей аудиторскую проверку. Информационной базой оценки является публичная финансовая отчетность ПАО «НЛМК» за 2014 г. [6, 7].

Для оценки используем метод капитализации дохода, а также предложенную нами модель в рамках сравнительного подхода. Провести корректную оценку одним из методов затратного подхода не представляется возможным, поскольку недостаточно данных для переоценки активов. Проведем расчеты по базовому и модифицированному методам. Исходные данные для расчета представлены в табл. 1 и 2.

Таблица 1

ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ ПАО «НЛМК» МЕТОДОМ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДОХОДА НА 31 ДЕКАБРЯ 2014 г. [7]

Наименование показателя	I квартал	II квартал	III квартал	IV квартал	Итого
Чистый доход за период, тыс. руб.	125'100	17'533'186	10'450'411	- 8'175'386	19'933'311
Долгосрочная кредиторская задолженность (на конец периода), тыс. руб.	175'963	163'687	130'181	409'869	-
Собственный капитал (на конец периода), тыс. руб.	304'191'695	317'709'418	322'885'789	314'725'971	-
Коэффициент капитализации, годовой	0,025	0,0275	0,02875	0,0325	-

В соответствии с методом капитализации дохода расчет стоимости по базовой модели будет выглядеть следующим образом:

$$V = \frac{19933311}{0,13} = 153\,333\,161,54 \text{ тыс. руб.}$$

Расчет по модифицированному методу капитализации дохода представлен ниже:

$$V = \frac{125\,100 * 0,5 + 17\,533\,186 * 0,8}{0,1 * 0,1 + 0,11 * 0,2 + 0,115 * 0,3} + \frac{10\,450\,411 * 1,2 + (-8\,175\,386) * 1,5}{0,115 * 0,3 + 0,13 * 0,4} = 122\,008\,602,97 \text{ тыс. руб.}$$

Расчеты стоимости ПАО «НЛМК» по модифицированной модели, относящейся к сравнительному подходу:

$$V_{сравн} = 153\,333\,161,54 * \left(\frac{389\,859\,431,96 / (389\,859\,431,96 + 129\,159\,575,11 + 458\,027\,212,53 + 416\,639\,375,55 + 211\,041\,201,41)}{5} \right) = 108\,013\,690,03 \text{ тыс. руб.}$$

Сравним полученные в результате расчетов с капитализацией и балансовой стоимостью активов ПАО «НЛМК» на дату оценки (табл. 3) на основании чего сделаем выводы о корректности авторских предложений.

Таблица 2

ИСХОДНЫЕ ДАННЫЕ ДЛЯ ОЦЕНКИ ПАО «НЛМК» МОДИФИЦИРОВАННЫМ МЕТОДОМ [6, 7]

Наименование показателя	Количество выпущенных акций, шт.	Цена одной акции, руб.	Капитализация, тыс. руб.
ПАО «НЛМК»	5'993'227'240	65,05	389 859 431,96
ПАО «ГМК «Норильский никель»	158'245'476	8162	1'291'599'575,11
АК «АЛРОСА» (ОАО)	7'364'965'630	62,19	458'027'212,53
ПАО «Северсталь»	837'718'660	497,35	416'639'375,55
Полиметалл Интернэшнл	420'819'943	501,5	211'041'201,41

Таблица 3

СРАВНЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ОЦЕНКИ ПАО «НЛМК»

Тыс.руб.

Наименование метода, показателя	Сумма
Метод капитализации дохода	153 333 161,54
Модифицированный метод капитализации дохода	122 008 602,97
Модифицированная модель, относящаяся к сравнительному подходу	108 013 690,03
Капитализация компании на дату оценки	389 859 431,96
Балансовая стоимость активов на дату оценки	502 357 945,00

Разница в оценках составляет 4,1 раза, что говорит о существенных расхождениях результатов между разными методами. Максимальное значение было получено методом капитализации дохода, минимальное – при использовании модифицированного метода сравнительного подхода. Подобные результаты понятны, поскольку инвесторы более чувствительны к изменениям рынка, чем чистый доход организации за год. Однако сравнение этих результатов с оценкой инвесторов, показывает, что компания оказывается переоцененной. Балансовая стоимость активов компании еще больше отличается от полученных результатов оценки, чем капитализация. Однако, как известно, для получения корректных результатов сравнения ее корректируют в большую или меньшую сторону, исходя из расчетной рыночной стоимости имущества. В то же время разработанные авторами предложения позволяют более корректно учесть происходящие на рынке измене-

ния и вовремя предупредить инвестора относительно перспективности вложений в бизнес.

Таким образом, указанные предложения позволят по максимуму учесть пессимистические прогнозы инвесторов и предупредить не эффективные финансовые вложения. Кроме того, рассматриваемые авторами методы и их модификации целесообразно применять не только когда оценка происходит в целях купли-продажи, а тогда, когда ее используют в управленческих целях.

Оценку стоимости бизнеса необходимо проводить при нестабильных макроэкономических условиях. В случае невысоких затрат на ее проведение делать это необходимо регулярно для выявления проблем и перспектив развития компании, а также для проведения реструктуризации бизнеса. Однако в подобных условиях стандартные методики расчета не всегда позволяют получить корректные результаты, в связи с чем разработанные авторами предложения позволяют учесть специфику функционирования организаций в нестабильных макроэкономических условиях, что делает результаты оценки более корректными.

Литература

1. Бланк И.А. Финансовый менеджмент: учебный курс [Текст] / И.А. Бланк. – 3-е изд., перераб. и доп. – Киев : Эльга, Ника-центр, 2007. – 656 с.
2. Борисова О.В. Методические аспекты оценки объектов собственности организаций потребительской кооперации [Текст] : автореф. дисс. ... канд. экон. наук / О.В. Борисова. – М., 2005. – 22 с.
3. Борисова О.В. и др. Корпоративные финансы [Текст] : учеб. и практикум / О.В. Борисова, Н.И. Малых, Ю.И. Грищенко, Л.В. Овешникова. – М. : Юрайт, 2014. – 641 с.
4. Казанцева С.А. Проблемы определения факторов, влияющих на формирование стоимости предприятия [Текст] / С.А. Казанцева // Актуальные вопросы экономики и управления : мат-лы междунар. науч. конф. Т. 1. – М. : РИОР, 2011. – С. 183-188.
5. Масленкова О.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) [Текст] / О.Ф. Масленкова. – М. : КноРус, 2011. – 288 с.
6. Московская фондовая биржа [Электронный ресурс] : официальный сайт. URL: <http://moex.com/a2987>.
7. Нововилепецкий металлургический комбинат [Электронный ресурс] : официальный сайт. URL: <http://lipetsk.nlmk.ru/docs>.
8. Оценка стоимости бизнеса: актуальные вопросы теории и практики [Текст] / под ред. М.А. Федотовой и Т.В. Тазихиной. – М. : Финансовый университет, 2013. – 192 с.
9. Топ-оценка [Электронный ресурс] : официальный сайт компании. Режим доступа: <http://www.top-ocenka.com>.

Ключевые слова

Оценка бизнеса; оценка в условиях нестабильности; методы оценки.

Доронина Анна Сергеевна

Шатый Владислав Юрьевич

Ольга Викторовна Борисова

РЕЦЕНЗИЯ

Актуальность. В современных условиях нестабильной экономической ситуации все чаще необходима оценка бизнеса. Однако процесс оценки в условиях постоянных колебаний макроэкономических показателей в различных сферах хозяйственной деятельности изучен недостаточно. В связи с вышеотмеченным представленное исследование является актуальным.

Научная новизна и практическая значимость. В работе авторов представлены модифицированные методы оценки стоимости бизнеса, учитывающие наиболее значимые факторы, представленные в работах современных ученых. Существенным вкладом в развитие теории финансов являются разработанные авторами предложения по модификации методов доходного затратного и сравнительного подходов, позволяющие учесть особенности текущей ситуации. Отдельного внимания заслуживает приведенный в работе пример оценки Публичного акционерного общества «НЛМК» с применением модифицированных методов.

Однако работа не лишена недостатков. Авторам следовало бы рассмотреть вероятность регулярной трансформации факторов, влияющих на стоимость организации и учесть это при проведении исследований.

Практическая значимость работы состоит в том, что данное исследование и выявленные взаимосвязи позволят существенно повысить точность оценки бизнеса, а также будут способствовать принятию более обоснованных управленческих решений.

Таким образом, представленная работа является актуальной и содержит в себе как научную, так и практическую значимость. Она отвечает требованиям, предъявляемым к работам подобного рода, и может быть рекомендована к публикации.

Пахомов В.М., д.э.н., профессор, заведующий кафедрой «Экономика» Российского университета кооперации, г. Москва.

[Перейти на ГЛАВНОЕ МЕНЮ](#)