

УДК 330.526:33

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

И.И. КОЛЕСНИКОВА

*Учреждение образования «Гомельский государственный
технический университет имени П.О. Сухого»,
Республика Беларусь*

*Целое больше, чем сумма частей
Аристотель*

Понятие стоимости предприятия

Стоимость предприятия можно определить как потенциальную цену его продажи (покупки). Это то количество денежных единиц, которые инвестор готов в данный момент отдать на приобретение данного объекта. При управлении стоимостью не ограничиваются только учетом затрат на создание или приобретение объекта, а учитывают совокупность внутренних и внешних факторов, таких, как факторы времени и риска, рыночная конъюнктура, конкуренция, социальные, правовые, политические факторы, технологическая и физическая среда и иные. Поэтому стоимость предприятия необходимо отличать от величины стоимости его имущества, т. к. системы, процедуры и имеющийся персонал, которые соединяют активы предприятия и создают действующий бизнес, отличаются от простого набора активов. Отличие это объясняется эффектом синергии, которая выступает благодаря существованию определенной организационной структуры, коллектива, способностям и квалификации управленческого персонала, связям по кооперации, деловой репутации и прочим факторам.

При оценке имущества предприятия [3], как правило, оцениваются материальные активы предприятия и практически не подвергается оценке целая группа нематериальных активов, таких, как торговые марки, авторские права, контракты на работу и т. д. Это сложилось исторически на отечественных предприятиях. Однако чем больше прибыль компании зависит от нематериальных активов [2, 4], тем более они важны при оценке и стоимости предприятия и стоимости бизнеса.

Кроме того, имущество обычно оценивается независимо от наличия на предприятии заемного капитала. В то время как при оценке бизнеса учитывается величина разности между суммой активов и обязательств.

При разумной эксплуатации имущества предприятия его стоимость может не только не снижаться, но и повышаться, в то время как ряд активов имеет тенденцию к изнашиванию. К тому же понятие «предприятие» более мобильно, чем «имущество», особенно в плане недвижимости.

От стоимости предприятия и имущества следует отличать такое понятие, как стоимость бизнеса. Стоимость бизнеса – это разница между ценой приобретения определенной единицы хозяйствования или ее структурного подразделения и рыночной стоимостью имущества единицы или ее части. Рынок бизнеса, как правило, подвергается более быстрым и сильным изменениям, чем рынок недвижимости. В этой связи и стоимости на двух названных рынках меняются с разной скоростью. Это положение особенно актуально для так называемых «тощих» рынков недвижимости, имеющих место в условиях переходной экономики, к которым относится и белорусский рынок недвижимости.

Классификация стоимости предприятия

Стоимость объекта может иметь различные формы проявления. Можно предложить следующую классификацию стоимости предприятия:

1. *Рыночная стоимость* – это понятие, лежащее в основе всей оценочной деятельности. Это расчетная сумма, за которую продавец готов продать собственность готовому покупателю в коммерческой сделке после должного маркетинга, во время которой каждая из сторон действовала компетентно, расчетливо и без принуждения и на цену сделки не влияют побочные факторы.

Рыночная стоимость – это стоимость, которая сформирована в момент осуществления сделки на рынке. Она может быть определена «ex post». Перед осуществлением сделки можно попытаться предвидеть цену. Это не относится к сделкам, которые имеют непрерывный характер (например, на бирже). Рыночная стоимость в результате сделки может быть определена через аналоги других сделок. Рыночная стоимость может также быть определена как цена, которая получена в момент сделки. Это цена, при которой:

- покупатель и продавец осуществляет сделку купли-продажи, мотивировкой при этом является желание получения собственной прибыли;
- покупатель и продавец хорошо проинформированы и действуют рационально;
- предмет продажи появляется в определенное время на рынке;
- платеж осуществляется в денежном выражении или в их эквиваленте на определенных условиях финансирования.

При этом сделки осуществляются в условиях открытого и конкурентного рынка, который позволяет свободно взаимодействовать достаточному числу покупателей и продавцов конкурентоспособных объектов собственности.

2. *Учетная стоимость* – это стоимость-нетто активов. Это стоимость совокупности элементов предприятия, вытекающая из учетных документов. Устанавливает она разницу между активами предприятия и его задолженностью, зеркально отраженную в пассивах.

3. *Экономическая стоимость* – определена как способность предприятия к генерированию прибыли. Она находит подтверждение в дисконтированных денежных потоках-нетто (cash flow).

4. *Восстановительная стоимость* – это стоимость, которая соответствует величине финансовых затрат, необходимых для восстановления первоначальных производительных способностей в данный момент. Она включает:

- стоимость основных фондов;
- покупку патентов;
- получение лицензий и патентов;
- организацию каналов распределения (сети дистрибьютеров, франчайзинга);
- набор и обучение персонала и т. д.

5. *Остаточная стоимость* – это стоимость, учитывающая стоимостную величину физического имущества. Она может использоваться для определения величины стоимости имущества, не продающегося на рынке и не имеющего спроса.

6. *Ликвидационная стоимость* – это стоимость в виде твердой цены, которую можно взыскать в момент продажи имущества предприятия как в целом, так и части имущества (оборудования, строений, земли).

Ликвидационная стоимость предприятия может быть представлена в виде суммы цен отдельных элементов его имущества. Она используется как рыночная стоимость в период ограниченного срока реализации.

7. *Стоимость предприятия как живого хозяйственного организма* – результат функционирования определенной формы, несмотря на состояние финансовых ресур-

сов. При этом стоимость образуется благодаря существованию определенной организационной структуры предприятия, культуры организации и методов хозяйствования, что выражается в наличии на предприятии:

- гибкой организационной структуры, обладающей способностью к адаптации, что повышает скорость реорганизаций, делает их менее болезненными и дорогостоящими;
- сформированной адаптивной внутрихозяйственной инфраструктуры, нацеленной на выработку комплексной стратегии развития предприятия;
- организационной культуры, способствующей развитию новой ценностной ориентации социальных взаимоотношений персонала предприятия, благоприятного социального климата, стиля руководства, квалификации управленческого и производственного персонала и т. д.;
- деловой репутации предприятия, его взаимосвязей на рынке, стабильности клиентов, организации и стабильности системы кооперации и ряда прочих факторов.

Таким образом, стоимость одного и того же объекта в одних и тех же условиях может быть разной в зависимости от цели оценки.

Предпосылки и подходы к оценке стоимости предприятия

При оценке стоимости предприятия необходимо руководствоваться следующими основными принципами. Принципы оценки – это факторы и закономерности, влияющие на рыночную стоимость. Среди основных принципов оценки можно выделить следующие группы.

1. Принципы, основанные на представлениях собственников:

- полезность – это способность актива удовлетворять определенные потребности потенциального владельца в течение данного периода времени, в том числе приносить доход;
- предвидение – этот принцип определяет логику любого покупателя-инвестора. Он означает, что стоимость создается ожиданием выгод, которые могут быть получены в будущем. На этом принципе основан доходный подход к оценке;
- замещение – этот принцип означает, что покупатель готов заплатить за объект собственности не больше, чем за другую собственность эквивалентного качества и полезности. Этот принцип лежит в основе всех подходов к оценке стоимости активов.

2. Принципы, связанные с эксплуатацией собственности:

- вклад – стоимость отдельного компонента измеряется его вкладом в стоимость всего объекта собственности или той величиной, которая должна быть вычтена из стоимости всего объекта в случае его отсутствия. При этом стоимость самого компонента может не равняться величине вклада;
- сбалансированность – означает, что оптимальная величина стоимости может быть получена лишь при наличии экономического и технического баланса всех факторов производства, любой же дисбаланс ведет к потере стоимости;
- предельная производительность.

3. Принципы, обусловленные действием внешней среды:

- соответствие потребностям рынка;
- спрос и предложение – при их сбалансированности рыночная стоимость объекта отражает затраты на производство;

- конкуренция – осуществляется либо между потенциальными покупателями, либо между потенциальными продавцами, и оказывает существенное влияние на величину стоимости объекта;
- временной – величина стоимости объекта меняется с течением времени под влиянием различных факторов;
- зависимость от внешней среды.

Реальная оценка субъекта хозяйствования может быть получена только при использовании научно обоснованной методологии и методики оценки.

Подходы к оценке стоимости предприятия можно представить следующим образом (рис. 1):

1. *Доходный* (капитализации) подход, включая методы дисконтирования доходов и расходов, денежных потоков и капитализации по норме отдачи, – это определение текущей стоимости будущих доходов, которые возникнут в результате использования имущества предприятия, и возможностей дальнейшей его продажи. В основе метода капитализации лежит принцип ожидания будущих выгод.

Доходные методы применимы в следующих случаях: при наличии надежных данных для объективной оценки будущих денежных потоков предприятия при условии, что эти потоки являются положительными величинами; когда предприятие не располагает значительными активами, но имеет существенные денежные потоки; при возможности прогнозирования будущих темпов роста и в ряде других.

2. *Затратный* (или имущественный) подход, включая методы чистых активов, ликвидационной стоимости и избыточных прибылей. При реализации метода учитываются затраты на воспроизводство с учетом износа. Затратный подход целесообразнее всего использовать в следующих случаях: при оценке контрольного пакета акций; при оценке предприятий, обладающих существенными активами; при наличии возможности выявить и оценить нематериальные активы; у новых предприятий или при отсутствии у предприятия ретроспективных данных о прибыли или денежных потоках; при отсутствии у предприятия постоянного круга потребителей; при оценке стоимости репутации предприятия, а также в ряде других случаев.

Затратный подход применяется при налогообложении, конфискации, страховании; анализе наилучшего и наиболее эффективного использования участка земли; технико-экономическом анализе нового строительства; оценке зданий институционального и специального назначения; оценке на пассивных рынках; окончательном согласовании величины рыночной стоимости.

3. *Рыночный* (сравнительный) подход, включая методы рынка капитала, сделок, отраслевых коэффициентов и рынок интеллектуальной собственности. Сравнительные методы основываются на сопоставлении оцениваемого и аналогичных объектов и могут быть основаны на рыночных ценах акций эквивалентных предприятий.

Данные методы могут быть использованы в следующих случаях: при наличии необходимого количества сходных предприятий или сопоставимых сделок для расчета оценочного коэффициента; если имеется достаточное количество надежных данных о прибылях или денежных потоках по оцениваемому и сопоставимым предприятиям для проведения необходимого финансового анализа; при условии, что прибыли и денежные потоки по оцениваемому и сопоставимому предприятию являются положительными величинами; при оценке стоимости контрольного пакета предприятия; при наличии надежного прогноза.

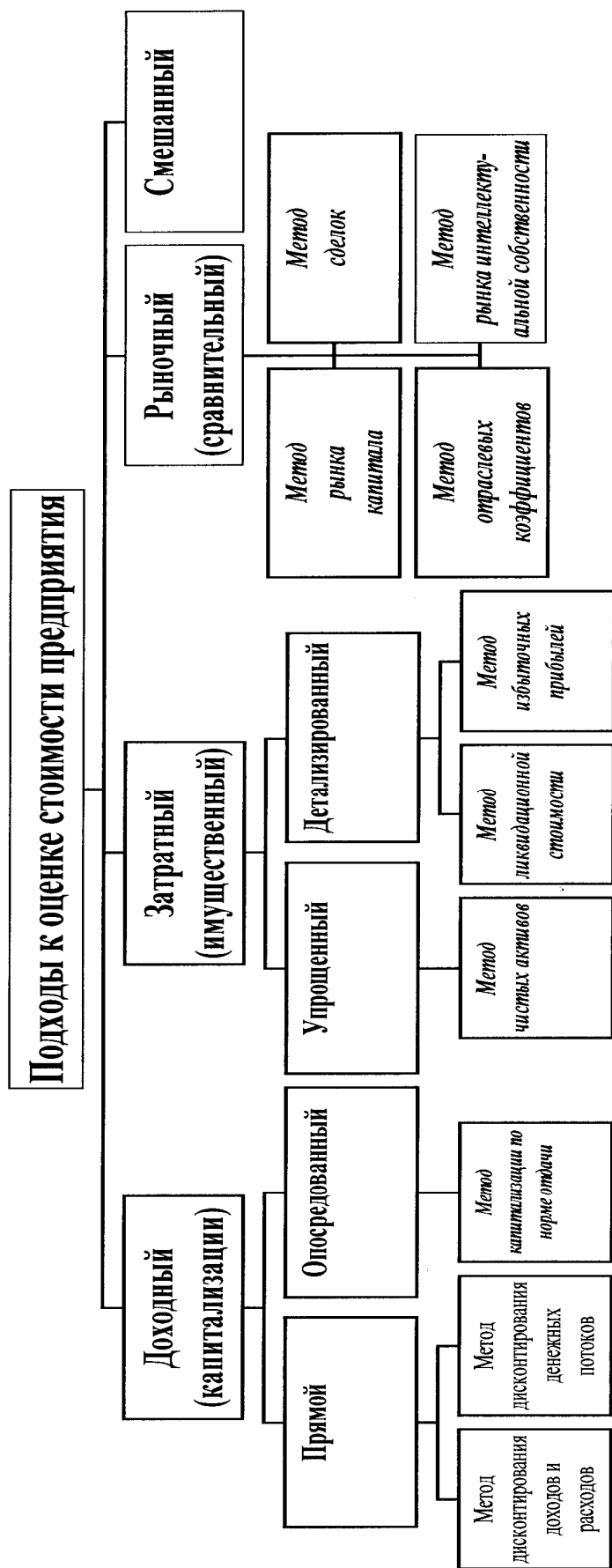


Рис. 1. Систематизация подходов и методов оценки стоимости предприятия

Каждый из указанных подходов имеет свои *преимущества и недостатки* в определенных ситуациях.

Доходный метод определения стоимости предприятия – это единственный метод, который учитывает будущие ожидания относительно цен, затрат, инвестиций и т. д. Он включает рыночный аспект, т. к. требуемая ставка дохода (дисконта) рассчитывается с использованием рыночных данных. К числу недостатков доходного метода можно отнести вероятность ошибки прогноза потоков, а также то, что он представляется бесконечно долгим в период генерирования через предприятие доходов, происходящих из различных источников.

Затратный подход определения стоимости предприятия основывается на существующих активах. Однако его использование теряет актуальность при оценке уникальных объектов, а также объектов с большим процентом физического износа. Затратный подход не учитывает влияние интервала времени, необходимого для воссоздания улучшенной аналогичной полезности. При его использовании не учитываются перспективы бизнеса, не рассматриваются уровни прибылей, доходы на активы и другие характеристики.

Сравнительные рыночные методы предпочтительны в условиях существования рынка недвижимости, рынка сопоставления объектов. При его использовании в основном базируются на рыночных данных, отражается реальная практика деятельности покупателей и продавцов. К недостаткам рыночного подхода причислим трудности с получением данных по сопоставимым компаниям. Метод основан на прошлых событиях, поэтому при осуществлении расчетов необходим целый ряд поправок, чтобы учесть будущие ожидания. Кроме того, рынок недвижимости республики в условиях переходных отношений довольно скудный. Многие крупные мероприятия являются монополистами, что означает отсутствие возможности сопоставления объектов в пределах республики.

Реально оценка стоимости имущества и стоимости предприятия для субъектов хозяйствования Республики Беларусь государственной формы собственности производится преимущественно по затратному методу. На его основе оценивается почти 99 % стоимости имущества. Исключения составляют случаи: при прямой продаже части имущества субъекта хозяйствования; при осуществлении неденежных вкладов в уставный фонд предприятия; при проведении ежегодной переоценки стоимости имущества. При этом оценка может быть произведена доходным или рыночным (сравнительным) способом. Однако и здесь в результате сравнения стоимостей, определенных разными способами, выбирается наибольшая стоимость. Это связано с рядом субъективных факторов: проявление банкротства, борьба с недобросовестностью оценщиков, занижение стоимости для покупателей и т. д.

Представляется целесообразным более широкое использование в будущем самого широкого спектра подходов и методов оценки стоимости предприятия и стоимости бизнеса.

Среди сравнительных методов наиболее актуальным является *метод рынка интеллектуальной собственности*. Это связано с тем, что одной из наиболее важных ценностей, которыми располагает наша республика, является интеллектуальная собственность. Именно учет интеллектуальной собственности позволит на этапе широкой приватизации правильно подойти к оценке стоимости приватизируемых объектов.

Сущность этого метода основывается на предположении, что интеллектуальная собственность, используемая на предприятии, ему не принадлежит. Та часть выручки, которую предприятие должно выплачивать владельцам интеллектуальной собственности, и составляет рыночную стоимость оцениваемого объекта. Ее можно рассчитать по формуле [7, с. 59]:

$$S = [(S1 + S2 + S3) * K1 * K2 + (A * P * T)] * R, \quad (1)$$

где S – рыночная стоимость объекта интеллектуальной собственности, р.;

$S1$ – приведенные затраты на создание объекта интеллектуальной собственности, р.;

$S2$ – приведенные затраты на правовую охрану объекта интеллектуальной собственности, р.;

$S3$ – приведенные затраты на маркетинговые исследования, р.;

$K1$ – коэффициент технико-экономической значимости объекта интеллектуальной собственности;

$K2$ – коэффициент, учитывающий степень морального старения объекта интеллектуальной собственности;

A – годовой объем использования объекта интеллектуальной собственности;

P – среднестатистическая ставка роялти;

T – срок полезного использования объекта интеллектуальной собственности;

R – коэффициент риска.

При использовании *сравнительного* подхода необходимо выполнение следующих требований:

- наличие информации о рыночных сделках по схожим с оцениваемой собственностью объектам;
- достаточное число сделок за относительно короткий период времени;
- стабильность рыночной конъюнктуры.

В условиях переходной экономики эти требования полностью не выполняются: отсутствует точная информация об аналогах; рынок недвижимости недостаточно развит; из-за нестабильной конъюнктуры значительно колеблются цены в разные периоды времени, существует ряд других проблем.

Для разрешения имеющихся проблем целесообразно применение *корреляционно-регрессионного анализа* в сравнительном подходе к оценке стоимости предприятия.

Трудность его применения состоит в определении числа факторов, существенно влияющих на стоимость. При этом, чем меньше таких факторов, тем более достоверный получается результат.

Если данные носят вариативный, изменяющийся характер (при допустимом уровне вариации), их можно сгруппировать, разбив весь ряд конкретной характеристики аналогов на группы, обладающие относительно сходной полезностью. При этом полезность внутри одной группы должна быть относительно стабильной, а при переходе от одной группы к другой скачкообразно изменяться. Далее характеристикам одного рода (количественным или качественным) придается количественная определенность другого рода: это или номер группы (0, 1, 2 и т. д.), или значение группы в виде фиктивных переменных, которые используются для перехода качественной характеристики в количественную форму. Достоинство метода состоит в том, что происходит перевод качественной информации в форму количественной. К тому же при относительно небольшом объеме выборки (а именно малыми выборками приходится пользоваться при проведении сравнительного анализа субъектов хозяйствования в условиях неразвитого рынка недвижимости Республики Беларусь), регрессионная модель, включающая фиктивные переменные, дает более точные результаты, чем традиционная регрессионная модель.

Многофакторная регрессионная модель имеет следующий вид:

$$Y = f(X_1, X_2 \dots X_n) + \varepsilon, \quad (2)$$

где Y – результирующая переменная;

$X_1, X_2 \dots X_n$ – факторные переменные;

ε – погрешность модели.

Форма зависимости Y от $X_1, X_2 \dots X_n$ может быть различная: линейная, параболическая, гиперболическая, логарифмическая и т. д. Рассмотрим простейшую модель – линейную. Факторы в ней могут быть представлены различными данными, как количественными, так и качественными. Результирующей переменной будет выступать стоимость предприятия. Для оценки качества регрессионной модели можно использовать следующие показатели [6]: коэффициент детерминации (R^2), скорректированный коэффициент детерминации ($R^2 \text{ adj}$), коэффициент Дарбина-Уотсона (DW), F-тест. Для коэффициентов при независимых переменных рассчитывается t -статистика и толерантность.

4. В ситуациях, когда ни один подход не может быть использован в чистом виде, в западных исследованиях предлагается использование *смешанного* подхода, который может включать методы, основанные на стоимости репутации, учитывающие амортизацию репутации, методы средней стоимости и увеличения стоимости [8].

Одним из них является доходно-имущественный метод. Для представления сущности и специфики доходно-имущественного метода оценки стоимости предприятия используется основная формула доходного метода:

$$W = \frac{CF}{r}, \quad (3)$$

где W – стоимость предприятия;

CF – средний годовой доход;

r_i – коэффициент дисконтирования.

Принимая во внимание тот факт, что стоимость предприятия составляет равно как стоимость его имущества, так и стоимость нематериальных элементов («стоимость репутации» и т. д.), формулу можно представить следующим образом:

$$W = M + G = \frac{CF}{r}, \quad (4)$$

где M – стоимость имущества предприятия, рассчитанная в соответствии с методом корректировки стоимости активов-нетто;

G – стоимость нематериальных элементов.

Можно преобразовать формулу:

$$(M + G) * r = M * r + G * r = CF. \quad (5)$$

Годовой доход предприятия равен сумме дисконтированной стоимости имущества, а также дисконтированной стоимости нематериальных активов. Доход – это сумма двух элементов, источником которых являются составляющие стоимости предприятия, а именно:

$$CF_m = M * r; \quad (6)$$

$$CF_g = G * r, \quad (7)$$

где CF_m – доход от имущества, равный обычно дисконтированной стоимости имущества;

CF_g – доход от нематериальных элементов, т. е. годовая рента от стоимости репутации.

Формулу стоимости можно преобразовать с использованием предыдущих формул следующим образом:

$$W = \frac{CFm}{r} + \frac{CFg}{r}. \quad (8)$$

Таким образом, стоимость предприятия можно определить как сумму следующих двух составляющих:

1) сумма дисконтированных доходов от имущества предприятия – равная стоимости его имущества:

$$M = \frac{CFm}{r}; \quad (9)$$

2) сумма дисконтированных доходов от стоимости нематериальных элементов:

$$G = \frac{CFg}{r}. \quad (10)$$

Из формулы видно, что стоимость предприятия – это ожидаемые потоки доходов, которые собственник предприятия надеется получить в обозримом будущем. На поток денежных доходов, учитываемых в процессе движения, влияет величина прибыли после налогообложения и амортизация. Эти две составляющие денежных ресурсов, которыми собственник может свободно распоряжаться: вложить в реинвестиции на данном предприятии, на закупку ценных бумаг, покупку других предприятий или использовать на потребление. Таким образом, оценка касается основных материальных и нематериальных составляющих, которые являются объектом (целым предприятием или его частью), выставленным к обменным операциям на рынке недвижимости, вместе с их способностью к генерированию и получению прибыли.

При выборе итоговой величины стоимости можно воспользоваться следующими методами:

1) *математическое взвешивание.*

При этом результатам, полученным различными методами, придается определенный вес (d_i). Для определения весов необходимо учитывать ряд факторов: характер бизнеса и его активов, количество и качество данных, подкрепляющих каждый метод и т. п. Оценка весомости каждого метода производится статистически или экспертным путем.

Окончательная стоимость (\bar{Z}) рассчитывается по формуле средней арифметической взвешенной:

$$\bar{Z} = \sum Z_i d_i; \quad (11)$$

2) *субъективное взвешивание.*

При этом подходе оценочное заключение базируется на факторах оценки (преимущества и недостатки каждого метода, количество и качество данных, подкрепляющих разные методы и т. п.).

Представление разных концепций стоимости предприятия свидетельствует о том, что стоимость одного и того же объекта в сопоставимых условиях может быть разной. Если при оценке стоимости доходными или рыночными методами получаем величину стоимости ниже, чем при оценке затратными методами, это означает так называемое «экономическое устаревание». В противоположном случае наблюдается наличие у предприятия положительной стоимости репутации предприятия. Поэтому

при выборе итоговой величины стоимости предприятия необходимо руководствоваться главной целью оценки. Для этого необходима разработка эффективного механизма управления стоимостью предприятия, который будет способствовать реализации его стратегических целей. При этом величина стоимости предприятия определяет также уровень его конкурентоспособности.

Список литературы

1. Гражданский кодекс Республики Беларусь. – Мн.: Амалфея, 1997.
2. Государственный стандарт Республики Беларусь «Оценка объектов интеллектуальной собственности», 1999.
3. Методические рекомендации по оценке рыночной стоимости недвижимости и имущественных прав на нее: Утверждены Министерством по управлению гос. имуществом и приватизацией РБ 27.11.2000 г.
4. Методические рекомендации по оценке стоимости и учету объектов интеллектуальной собственности в составе нематериальных активов от 17.04.1998 г., № 20/41/109/75. – //НЭГ. – 1998. – № 48. – С. 23-27.
5. Инструкция об особенностях проведения инвентаризации, оценки и постановки на бухгалтерский учет объектов интеллектуальной собственности от 10.05.2001 г., № 22/51/21-0/64. – //НЭГ. – 2001. – № 91.
6. Доугерти К. Введение в эконометрику /Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 402 с.
7. Титович А.А., Сычев А.Н. Разгосударствление и приватизация в Беларуси: опыт, проблемы, перспективы. – Мн.: Издательский центр БГУ, 2002 – 216 с.
8. A. Jaki. Wycena przedsiębiorstwa. Kraków: Zakamycze, 2000. – 198 с.

Получено 10.10.2002 г.