

ПРИМЕНЕНИЕ СРАВНИТЕЛЬНЫХ МЕТОДИК ОЦЕНИВАНИЯ ПРЕДПРИЯТИЙ В ОТЕЧЕСТЕННОЙ ПРАКТИКЕ

В условиях усиления влияния глобализации на экономику Украины с новой силой обострились вопросы слияний и поглощений, с которыми тесно связан аспект определения стоимости предприятий как целостных объектов. Национальные стандарты [1], которые призваны служить ориентиром для практиков, занимающихся в данной сфере, формулируют рекомендации расплывчато, без указания на конкретные механизмы методического обеспечения, позволяющего рассчитать показатель стоимости. В качестве наиболее подходящей признана рыночная стоимость предприятий, которую предлагают определять с помощью методик сравнительного подхода. Логичным продолжением этого было бы раскрытие данной методики в разделе «Методическое обеспечение», однако законодатель ограничивается краткой рекомендацией ориентироваться на рыночные цены сопоставимых объектов. На наш взгляд, следует обратиться к международному опыту и выяснить, применима ли данная методика в украинских реалиях.

В отличие от методик дисконтирования денежных потоков, сравнительный подход можно позволяет быстро определить стоимость предприятия. Результаты расчетов имеют высокий резонанс, поскольку многие профессиональные инвесторы применяют их на практике. Так согласно исследованиям Bausch, в Германии основными пользователями выступают банки и инвестиционные банки. В 2000 году исследование Pellens / Tomaszewski / Weber показало, что 71 % из 100 предприятий, которые участвуют в расчете индекса DAX-100, пользовались этим методом для определения стоимости.

Неоспоримым достоинством сравнительного подхода является то, что он позволяет проводить международные сравнения, которые в процессе глобализации приобретают новое значение. Он подходит для текущего определения стоимости предприятий, представленных на фондовом рынке, тех, которые готовятся к выходу на биржу и индикативного оценивания поглощений.

Методики сравнительного подхода покоятся на простой логике, утверждающей, что совершенные субституты продаются по одинаковым ценам. Если существует идентичное благо с известной стоимостью, справедливо присвоить его стоимость объекту оценивания. Таковым для предприятия можно считать аналогичное предприятие одной с ним отрасли. Посредством простого соотношения индикаторов, избранных в качестве сравнимых, по правилам пропорции на оцениваемое предприятие переносится стоимость сравнимого предприятия. Предполагается, что предприятия имеют сходные характеристики и существует коэффициент, относительно которого их стоимости находятся в линейной зависимости:

$$\frac{P_A}{B_A} = \frac{P_B}{B_B} = M, \quad P_A = P_B \times \frac{B_A}{B_B}$$

где P_A – рыночная цена предприятия, которое оценивают; P_B – рыночная цена сравнимого предприятия; $B_{A,B}$ – индикатор, показывающий успешность предприятия (денежный поток, прибыль); M – мультипликатор стоимости.

Поскольку мультипликатор зависит от будущих финансовых результатов предприятия, он является фактором стоимости. Он показывает, сколько в исходной сделке было уплачено за величину, которую выбрали в качестве индикатора успешности. Умножением мультипликатора на индикатор оцениваемого предприятия кратное можно перенести на ситуацию объекта оценивания и определить потенциальную рыночную цену.

Большинство авторов сходятся во мнении, что искомая величина стоимости предприятия может соответствовать рыночной цене собственного либо совокупного капитала, в связи с чем мультипликаторы можно разделить на две группы. Основой их построения могут выступать как интервальные, так и моментные величины. Обобщенно сведения об индикаторах представлены в таблице 1.

Таблица 1

Общепринятые индикаторы стоимости по группам

	Стоимость совокупного капитала	Стоимость собственного капитала
Интервальные величины	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Финансовый результат от обычной деятельности до налогообложения и уплаты процентов (ЕБИТ); ✓ Финансовый результат от обычной деятельности до амортизационных отчислений, налогообложения, уплаты процентов (ЕБИТДА); ✓ Выручка от реализации; ✓ Брутто чистый денежный поток 	<ul style="list-style-type: none"> ✓ Чистая прибыль предприятия; ✓ Денежный поток; ✓ Нетто чистый денежный поток
Моментные величины	Балансовая стоимость источников активов	Балансовая стоимость собственного капитала

Методика определения стоимости предприятия на базе рыночных сравнений распадается на три основных этапа [2, с. 137]:

1. Поиск базы сравнения (предприятия одной отрасли, сходных размеров, известная рыночная стоимость предприятия-аналога);
2. Определение индикатора успешности и построение мультипликатора на его основании;
3. Расчет потенциальной рыночной цены исследуемого предприятия на базе мультипликатора.

Ряд специалистов [3, с. 260; 4, с. 268] обогащает ее предварительным анализом оцениваемого объекта и выделяет в самостоятельную процедуру выбор целевой группы предприятий. Мы считаем, что комплексный анализ предприятия должен идти параллельно с исследованием рынка, на котором оно действует. Без этого невозможен обоснованный выбор предприятий сравнимой группы. Поэтому, на наш взгляд, применение методики рыночных сравнений осуществляется в такой последовательности:

Шаг 1	Качественный и количественный анализ
Анализ	<ol style="list-style-type: none"> 1) деятельности объекта оценивания 2) отрасли его функционирования
Шаг 2	Выбор аналогичного предприятия как базы сравнения
Поиск базы сравнения	<ol style="list-style-type: none"> 1) одна и та же отрасль 2) одинаковые размеры предприятий 3) известная рыночная стоимость предприятия-аналога
Шаг 3	Определение относительной стоимости предприятия-аналога и объекта оценивания
Относительная стоимость	<ol style="list-style-type: none"> 1) поиск индикатора успешности предприятий отрасли 2) построение мультипликатора
Шаг 4	Определение абсолютной стоимости объекта оценивания
Абсолютная стоимость	Стоимость базового предприятия * * $\frac{\text{Индикатор успешности объекта оценивания}}{\text{Индикатор успешности базового предприятия}}$
Стоимость исследуемого объекта	

Рис. 1. Схема методики рыночно-ориентированного оценивания

На первом этапе происходит качественный и количественный анализ оцениваемого предприятия и отрасли, в которой протекает его деятельность, предваряющий выбор предприятия-аналога. Оценивают сильные и слабые стороны предприятия с целью поиска показателя, описывающего его особенности и характеризующего его успешность и прибыльность. Данные, собранные на первом этапе, будут играть решающую роль в дальнейшем принятии решения относительно стоимости.

На втором этапе основным заданием выступает поиск аналогичного предприятия - базы сравнения, которое даст достоверную информацию о возможной стоимости объекта оценивания. Его идентификация – первая и самая сложная проблема методики. Поиск теоретически обоснованных факторов сравнения не отражается в единодушном мнении по этому поводу. Обычно на первом месте в списке стоит принадлежность к одной отрасли промышленности. Этот критерий гарантирует, что объект оценивания и предприятия сравнимой группы действуют в условиях сопоставимого рыночного окружения, имеют одинаковые перспективы, шансы и риски, связанные с получением прибыли в будущем. Кроме того предлагаются такие параметры, как позиция на рынке, структура затрат, местоположение, структура капитала и т. д.

Третий этап заключается в определении индикатора успешности и построении соответствующего мультипликатора. Основным требованием при этом является отбор показателей, наилучшим образом отражающих эффективность хозяйственной деятельности, сопоставимых в случае нескольких предприятий (см. табл. 1). Мы считаем, что мультипликаторы следует определять на основе группы предприятий, в результате чего возникает интервал мультипликаторов, а, следовательно, и стоимостей предприятия.

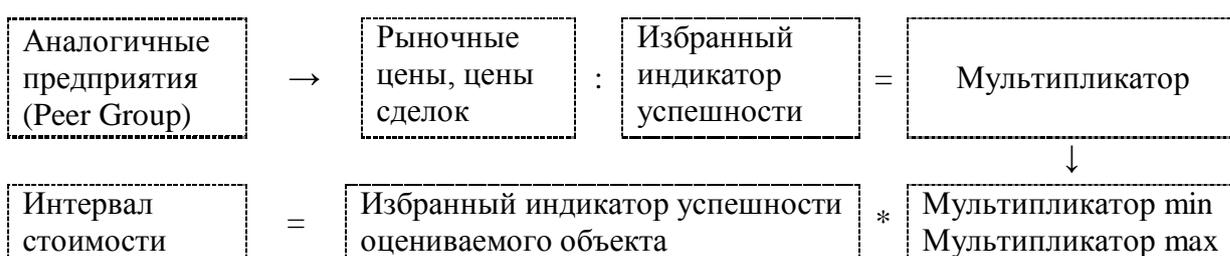


Рис. 2. Схема определения мультипликаторов на основании группы предприятий

Поскольку не существует абсолютных субститутов, приходится пользоваться объектами, обладающими в той или иной мере специфическими особенностями, что снижает сопоставимость. В связи с этим получается интервал мультипликаторов, в последствии сводимый к одному, рассчитываемому как среднее арифметическое, медиана или линейная регрессия мультипликаторов предприятий сравнимой группы. Потребность в агрегировании или сжатии мультипликаторов вызвана необходимостью нивелировать особенности предприятий и влияние крайних значений показателей.

Четвертый этап предполагает расчет стоимости объекта оценивания. Сравнимую стоимость получают путем умножения на соответствующий индикатор успешности, который участвовал при построении мультипликатора на предыдущем этапе, в чем прослеживается преемственность индикаторов и величины стоимости.

Сравнимые группы можно строить по трем различным критериям. Сравнение может ограничиваться

- предприятиями, акции которых котируются на бирже (методика соответствующего публичного предприятия, метод компании-аналога);
- предприятиями, которые в недавнее время сменили собственников (методика недавних поглощений, метод сделок, продаж);
- предприятиями, которые недавно осуществляли выход на рынок ценных бумаг с первичной эмиссией (методика новых эмиссий).

Каждая из них наряду с достоинствами имеет специфические недостатки и ограничения. В США информационная база для каждой из методик доступна всем: списки сравнимых групп по отраслям публикуются и находятся в открытом доступе. В других развитых странах достоверность результатов методик рыночного сравнения находится под вопросом из-за меньшего количества единиц сравнимой совокупности. Хотя национальные стандарты оценивания рекомендуют пользоваться первыми двумя методиками, Украина на современном этапе развития пока не соответствует этим оптимистичным прогнозам.

Дискуссия по поводу того, возможно ли проводить оценивание предприятия на основе рыночных цен, ведется со времен появления концепции рыночных сравнений в 20-х годах XX столетия. Мнения относительно валидности результатов оценивания разделились. В немецкой научной литературе преобладают скорее скептические высказывания в отношении ее полезности для оценивания предприятий.

Voigt [5, с. 15] считает, только рыночная цена может характеризовать стоимость предприятия, так как она всегда объективна и правильна, если складывается при условиях свободной конкуренции, товары, которые продают и покупают, сравнимы и однородны, а рынок эффективен в плане информации и прозрачен для всех участников. Мы придерживаемся мнения, что в реальности механизмы рынка далеки от саморегуляции «невидимой руки» Смита, из-за того, что невозможно устранить несовершенства, возникающие из-за спекуляций или относительно малых размеров рынка.

Основной причиной популярности мультипликаторов является их простота и понятность. При использовании методик сравнительного подхода происходит сознательное упрощение релевантного для оценивания круга факторов. Они идеально подходят для определения рыночных цен в первом приближении в случаях, когда отсутствует возможность детальных расчетов, поскольку резко снижают комплексность расчетов и в полной мере обходят проблему прогнозов. Однако за простоту методики пользователи платят достоверностью получаемых результатов.

Простота и понятность сравнительного подхода также являются спорным вопросом. Предположения о структуре денежных потоков и ставке дисконтирования, а также сопряженные с ними, по умолчанию содержатся в мультипликаторах и обязательно делаются в процессе их построения, хотя на этом не акцентируют внимание. В связи с необходимым согласованием и адаптацией структур предприятий для достижения сравнимости и преобразованием результатов оценивания в соответствии со специфическими особенностями оцениваемого объекта, мнимые преимущества простоты сравнительного подхода исчезают. По затратам времени и труда, на наш взгляд, этот процесс не отличается от проведения оценивания с помощью методики стоимости по доходам или дисконтирования денежных потоков.

Подвергается сомнению допущение аналогий в отношении стоимости объекта оценивания и стоимости предприятий сравнимой группы. Каждое предприятие уникально и единственно в своем роде. При составлении группы соответствие предприятий заданным критериям достигается только в грубом приближении или ведет к малочисленным группам, что серьезно снижает репрезентативность результатов. Как справедливо замечают [3, с. 502], наряду с анализом объекта оценивания следует проводить анализ для каждого потенциального предприятия-аналога, что повышает затраты времени на проведение оценивания.

Еще одним аргументом против методики мультипликаторов называют трудность поиска подходящего сравнимого предприятия. Международные сравнения в случае украинских предприятий не могут дать достоверных сведений, поскольку нет обоснованных скидок, которые компенсируют риски нашей экономики.

Кроме того, рыночная цена из-за неэффективности фондового рынка Украины не отражает реальную стоимость акций. Таким образом, для оценивания отечественных предприятий данная концепция неприменима. Мультипликаторы на основе биржевых

курсов служат в первую очередь оцениванию различных инструментов рынка капиталов, а отнюдь не для определения внутренней стоимости предприятий [6]. В отличие от методик дисконтирования, они отражают текущие рыночные тенденции, которые могут иметь скоротечную и искусственную природу.

Не смотря на критику, которой данная методика подвергается в научных кругах, в западной практике она находит широкое применение. По сравнению с фундаментальными методиками стоимости по прибыли и дисконтирования денежных потоков у нее есть некоторые преимущества. В оценивании используются объективные, действующие для всех рыночные цены. Сравнение при определении стоимости подстегивает к анализу преимуществ у конкурентов, тем самым делая понятнее сильные и слабые стороны оцениваемого предприятия. Невысокая сложность методики способствует скорости проведения сравнения и легкости сообщения его результатов. Во многих ситуациях во время переговоров аргументации на основе мультипликаторов доверяют больше, поскольку вторая сторона сделки тоже знакома с соответствующими величинами и соотношениями.

Подводя итог, следует заметить, что оценивание на основе концепции рыночных сравнений является целесообразным дополнением к методикам, ориентированным на будущие результаты деятельности, но ни в коем случае не заменяет их. Мультипликаторы только ограниченно отражают индивидуальные особенности предприятий, поскольку в одном показателе смешиваются и рыночные отношения, и такие индивидуальные аспекты как рост, риски, имидж, рыночная позиция. Если удастся найти сравнимые показатели сравнимых предприятий, мультипликаторы дают ценную информацию о справедливой оценке рынка. Ограничения, перечисленные выше, не дают применять ее в том объеме, в котором это рекомендуется национальными стандартами оценки.

Методики сравнительного подхода особенно хороши в случае отсутствия плановых данных, необходимых для детального оценивания по будущим денежным потокам. Специальный случай использования – это оценивание по сумме частей, когда стоимость предприятия определяется как суммы стоимостей его различных сфер деятельности. Они удобны при оценивании конгломератов, когда в связи с недостаточным составлением отчетности по сегментам или множеством сфер деятельности применение методики стоимости по прибыли для отдельных областей невозможно. Различные мультипликаторы для различных сфер помогают быстро оценить перспективы развития и риски, с ними связанные.

Литература

1. Національний стандарт № 1 «Загальні засади оцінки майна і майнових прав», затверджено Постановою КМУ від 10.09.2003 № 1440
2. Грязнова А. Г., Федотова М. А., Ленская С. А. Оценка бизнеса: Уч. / Под ред. А. Г. Грязновой, М. А. Федотовой. – М.: «Финансы и статистика», 2002. – 508 с.
3. Peemöller V. H. Praxishandbuch der Unternehmensbewertung, 3. Auflage - Herne, Berlin 2005. – 978 с.
4. Kuhner Christoph, Maltry Helmut: Unternehmensbewertung – Springer-Verlag Berlin Heidelberg, 2006 – 326 S.
5. Voigt, Christoph; Voigt, Jan, Voigt Jörn F., Voigt, Rolf: Unternehmensbewertung: Erfolgsfaktoren von Unternehmen professionell analysieren und bewerten. – 1. Aufl., Betriebswirtschaftlicher Verlag Gabler, 2005. - 247 S.
6. Костюченко В. М. Консолідована фінансова звітність: міжнародний досвід та практика України: Навч.-практ. посіб. – К.: Центр учбової літератури, 2008. – 528 с.