

Г. Б. Смирницкий
А. Н. Чиркин

ОЦЕНКА БИЗНЕСА:

ОСНОВЫ,

инструментарий,

практика

Київ

АртЕкономі
видавництво 1991

2013

УДК 33:658-047.44

ББК 65.29

С50

Г. Б. Смирницкий, А. Н. Чиркин

С50 Оценка бизнеса: основы, инструментарий, практика. – К.: Издательство «Арт Экономии», 2013. – 312 с.

Рекомендовано Фондом государственного имущества Украины практикующим оценщикам, преподавателям и слушателям оценочных дисциплин для подготовки к экзамену по программе базового курса и курса повышения квалификации по направлению «Оценка целостных имущественных комплексов, паев, ценных бумаг, имущественных прав и нематериальных активов, в том числе прав на объекты интеллектуальной собственности», а также студентам экономических высших учебных заведений, сотрудникам банков, инвестиционных организаций и руководителям всех уровней, заинтересованных в повышении стоимости бизнеса и инвестиционной привлекательности своих предприятий.

Рекомендовано Фондом державного майна України практикуючим оцінювачам, викладачам та слухачам оціночних дисциплін для підготовки до іспиту за програмою базового курсу та курсу підвищення кваліфікації за напрямком «Оцінка цілісних майнових комплексів, паїв, цінних паперів, майнових прав та нематеріальних активів, у тому числі прав на об'єкти інтелектуальної власності», а також і студентам економічних вищих навчальних закладів, співробітникам банків, інвестиційних організацій та керівникам усіх рівнів, що зацікавлені у підвищенні вартості бізнесу та інвестиційної привабливості своїх підприємств.

© Г. Б. Смирницкий, А. Н. Чиркин, 2013

© Издательство «Арт Экономии», компьютерный макет, 2013

ISBN 978-966-2576-60-3

Содержание

Вступительное слово В. Шалаева	3
Рецензия профессора А. В. Серикова	5
Предисловие	10
Глава 1. Основы оценки предприятия (бизнеса)	13
1.1. Международные организации. Стандарты и руководства по оценке бизнеса	15
1.1.1. Международный комитет по стандартам оценки. Международные стандарты оценки	15
1.1.2. Европейская группа ассоциаций оценщиков. Стандарты TEGoVA	20
1.2. С какой целью оценивается предприятие?	29
1.2.1. Покупка бизнеса	33
1.2.2. Продажа бизнеса	36
1.2.3. Слияние и поглощение	40
1.2.4. Займ	42
1.3. Основные принципы оценки бизнеса	47
1.3.1. Принципы оценки, основанные на представлениях собственника	47
1.3.2. Принципы, связанные с особенностями ведения бизнеса	48
1.3.3. Принципы, обусловленные влиянием рыночной среды	49
1.3.4. Принципы, обусловленные состоянием и изменением внешней среды бизнеса	50
1.4. Основы подходов к оценке предприятия (бизнеса)	51
1.4.1. Подход, ориентированный на стоимость активов	52
1.4.2. Подход с точки зрения дохода	54
1.4.3. Рыночный (сравнительный) подход	56
Глава 2. Организация процесса оценки	58
2.1. Предварительные исследования и обязательства	58
2.2. Вероятные цели и функции оценки	59
2.3. Базы оценки	60
2.4. Определения и виды стоимости	62
2.5. Что входит в оценку предприятия?	65
Глава 3. Сбор общих и специальных данных	67
3.1. Объем информации, необходимой для оценки бизнеса	67
3.2. Общий экономический взгляд	68
3.3. Местные и региональные данные	68
3.4. Общая информация о компаниях-аналогах	69

3.5. Сравнительные данные по продажам компаний	69
3.6. Специфическая информация	70
3.6.1. Общие характеристики.....	70
3.6.2. Финансовая отчетность.....	71
3.6.3. Доходы.....	71
3.6.4. Расходы	72
3.6.5. Имущество предприятия.....	73
3.7. Опрос – важнейший элемент процесса оценки.....	73
Глава 4. Финансовая отчетность предприятия	75
4.1. Зачем Оценщику нужна финансовая отчетность?	76
4.2. Баланс компании и Отчет о прибылях и убытках	77
4.2.1. Инфляционные корректировки	77
4.2.2. Нормализующие корректировки (нормализация)	78
4.2.3. Трансформация бухгалтерской отчетности. Системы бухгалтерского учета	79
4.3. Основные соотношения в анализе финансовой отчетности	82
4.3.1. Показатели ликвидности	83
4.3.2. Показатели финансовой устойчивости (платежеспособности)	84
4.3.3. Показатели деловой активности.....	85
4.3.4. Показатели деловой активности.....	86
Глава 5. Затратный (имущественный) подход к оценке.....	88
5.1. Методы оценки на основе балансовой стоимости	90
5.2. Метод восстановительной стоимости	91
5.3. Метод аккумуляции активов (чистой стоимости активов)	92
5.3.1. Оценка излишних (неоперационных) активов	94
5.3.2. Оценка внеоборотных активов.....	95
5.3.3. Оценка оборотных активов	114
5.3.4. Корректировка пассивов	118
5.4. Метод сверхдохода	119
5.5. Метод текущей стоимости вероятного результата ликвидации предприятия	124
5.5.1. Разновидности метода	125
5.5.2. Общий алгоритм метода	128
5.6. Заключительные замечания	135
Глава 6. Доходный подход к оценке	136
6.1. Идентификация комплекса операционных активов.....	138
6.2. Определение длительности периода прогнозирования.....	138
6.3. Выбор измерителей дохода	140
6.4. Прогнозирование и расчет измерителей дохода	145
6.4.1. Прогноз доходов	147

6.4.2. Прогноз расходов.....	150
6.4.3. Определение размера прибыли после налогообложения	155
6.4.4. Прогноз потребности в капитальных вложениях (инвестициях)	156
6.4.5. Прогноз дополнительной потребности в оборотном (рабочем) капитале	158
6.4.6. Прогноз изменения суммы заемного капитала	166
6.4.7. Заключительные замечания	167
6.5. Определение ставки дисконта.....	168
6.5.1. Общие положения	168
6.5.2. Номинальная и реальная нормы отдачи.....	173
6.5.3. Методы определения ставки дисконта	174
6.5.4. Заключительные замечания	198
6.6. Определение терминальной стоимости	198
6.6.1. Модель постоянного роста	198
6.6.2. Модель чистой стоимости активов	202
6.6.3. Модель стоимости ликвидации	202
6.6.4. Модель с мультипликаторами «цена/доход»	203
6.7. Заключительный этап.....	204
6.8. Применимость метода прямой капитализации	206
6.8.1. Метод экстракции	207
6.8.2. Капитализация по норме отдачи.....	208
Глава 7. Сравнительный подход к оценке	209
7.1. Общее представление о рыночных мультипликаторах	210
7.1.1. Ценовые показатели мультипликаторов	214
7.1.2. Мультипликаторы выручки.....	217
7.1.3. Мультипликаторы прибыли.....	218
7.1.4. Мультипликаторы денежных потоков.....	220
7.1.5. Мультипликатор «цена/дивиденды»	221
7.1.6. Мультипликаторы балансовой стоимости.....	221
7.1.7. Специфические отраслевые мультипликаторы	222
7.2. Выбор компаний-аналогов	223
7.3. Получение и корректировка финансовой отчетности компаний-аналогов	227
7.4. Выбор вида РМ, расчет и корректировка	229
7.4.1. Мультипликаторы прибыли.....	229
7.4.2. Мультипликаторы выручки.....	233
7.4.3. Мультипликаторы балансовой стоимости.....	233
7.4.4. Специфические отраслевые мультипликаторы	234
7.5. Определение стоимости объекта	234
7.6. Заключительные замечания	243

Глава 8. Специфические аспекты оценки частичных интересов	245
8.1. Дисконты (скидки) и премии (надбавки)	246
8.2. Дисконты и премии, связанные с правами контроля.....	250
8.2.1. Элементы контроля	250
8.2.2. Текущая отечественная практика.....	255
8.2.3. Классические представления	257
8.2.4. Размер интересов и применимость методов	264
8.3. Дисконты за недостаточную ликвидность	264
8.3.1. DLOM для контрольных интересов.....	267
8.3.2. DLOM для миноритарных интересов.....	269
8.4. Существующие количественные модели	279
8.5. Другие виды дисконтов	280
8.5.1. Дисконт за ключевую фигуру (ограниченность менеджмента)	280
8.5.2. Дисконт за блок ценных бумаг	280
8.5.3. Дисконт за неоднородность активов	281
8.5.4. Дисконт за ограничительные соглашения.....	281
8.5.5. Дисконт за доступность и надежность информации	281
8.5.6. Дисконт за недостаточную диверсификацию	282
8.5.7. Дисконт за размер бизнеса	282
8.5.8. Дисконт за специфические риски компании	282
8.6. Заключительные замечания	283
Глава 9. Обобщение данных и подготовка окончательных результатов	284
9.1. Анализ основных допущений, используемых в расчетах	284
9.1.1. Проверка логики выполненных процедур	284
9.1.2. Анализ достоверности расчетов	284
9.1.3. Сравнение с компаниями-аналогами	286
9.1.4. Оценка срока окупаемости затрат на приобретение.....	287
9.1.5. Проверка с точки зрения оппонента	287
9.1.6. Проверка гипотез о существенности	287
9.2. Общие проблемы интерпретации (согласования) результатов оценки	290
9.2.1. Среднеарифметическое значение.....	291
9.2.2. Средневзвешенное значение	291
9.2.3. Значение наиболее приемлемого подхода	294
9.3. Формальные требования к содержанию Отчета.....	296
9.3.1. Требования Национальных стандартов	296
9.3.2. Требования МСО и Стандартов оценки RICS.....	300
Заключение.....	302
Литература.....	303

Глава 1. ОСНОВЫ ОЦЕНКИ ПРЕДПРИЯТИЯ (БИЗНЕСА)

С точки зрения практики оценки, особенно отечественной, понятие «бизнес» несет достаточно разную смысловую нагрузку.

Можно начать с того, что Национальные стандарты оценки (НС) определяют «бизнес» следующим образом: «Бизнес – певна господарська діяльність, яка провадиться або планується для провадження з використанням активів цілісного майнового комплексу» [7]. Там же присутствует и другое определение: «Об'єкти оцінки у формі цілісного майнового комплексу (цілісний майновий комплекс) – об'єкти, сукупність активів яких дає змогу провадити певну господарську діяльність. Цілісними майновими комплексами є підприємства, а також їх структурні підрозділи (цехи, виробництва, дільниці тощо), які можуть бути виділені в установленому порядку в самостійні об'єкти з подальшим складанням відповідного балансу і можуть бути зареєстровані як самостійні суб'єкти господарської діяльності» [7].

Таким образом, в соответствии с буквой НС объектом оценки является целостный имущественный комплекс (ЦИК) – предприятие или его подразделение, а бизнес – это деятельность, осуществляемая на базе ЦИК.

Однако в международной, в частности российской, профессиональной терминологии понятия «бизнес» и «предприятие» в большинстве случаев выступают практически как полные синонимы [см., напр., 78, 81, 86, 90]. Так, и Международные стандарты оценки дают следующее определение: «С2. Бизнес – це комерційна, виробнича, інвестиційна діяльність або діяльність у сфері надання послуг. Оцінка бізнесу може охоплювати всю діяльність бізнесу або її частину. Важливо розрізняти вартість суб'єкта господарської діяльності та вартість його окремих активів або зобов'язань. Якщо мета оцінки вимагає оцінки окремих активів або зобов'язань і ці активи можуть бути відокремлені від бізнесу і продані незалежно, ці активи і зобов'язання мають оцінюватися окремо, а не в залежності від вартості всього бізнесу. Перш ніж приступити до оцінки бізнесу, важливо встановити, чи є предметом оцінки сам бізнес, акції або акціонерний капітал, конкретний вид діяльності бізнесу чи конкретні активи або зобов'язання» [39].

В определенной степени эта синонимичность находит свое объяснение у Валдайцева: «В подобном наиболее широком смысле предмет оценки бизнеса понимается двояко.

Первое его понимание сводится к традиционному сейчас в нашей стране... пониманию оценки бизнеса как оценки фирмы в качестве юридического лица. Для этого понимания также – по традиции экономики, где бизнесом занимались только юридические лица, имеющие на балансе определенное имущество – характерно отождествление оценки бизнеса фирм с оценкой имущества этих фирм.

Второе – более распространенное в мире – понимание оценки бизнеса заключается в том, чтобы выяснить, сколько стоят не фирмы, зарабатывающие те или иные доходы, а права собственности, технологии, конкурентные преимущества и активы, материальные и нематериальные (последние не обязательно отражают соответствующие технологии и преимущества), которые дают возможность зарабатывать данные доходы. Причем эти права, технологии и активы могут принадлежать не юридическим, а физическим лицам...

Таким образом, существуют два предмета оценки бизнеса:

- оценка фирм, которая может основываться (но не обязательно) на оценке их имущества;
- оценка «бизнес-линий» (старый русский термин для них – дело; в немецком языке – *Geschaef*) как совокупности прав собственности, технологий и активов, обеспечивающих ожидаемые с некоторой вероятностью будущие доходы.

Эти предметы в принципе альтернативны и в то же время взаимодополняющи» [48].

Формально бизнес как деятельность нельзя продать или купить, поскольку с юридической точки зрения права на бизнес не подлежат никакому оформлению. Обычно объектами сделки являются акции (доли в уставном капитале) компании, ведущей этот бизнес, то есть те объекты, которые с точки зрения права определены и имеют владельца.

Исходя из этого, Авторы, помня и учитывая в практической работе определения НС, тем не менее соблюдают уже сложившиеся в литературе традиции и далее по тексту этой Книги также почти во всех случаях используют термины «ЦИК предприятия», «предприятие» и «бизнес» как полные синонимы.

На практике под оценкой бизнеса понимают выполнение следующих задач:

- оценка мажоритарного (контрольного, блокирующего) пакета акций предприятия (доли в уставном капитале). Это наиболее востребованная задача, которая дает наиболее полное представление о стоимости бизнеса в целом или стоимости наиболее крупного частичного интереса в нем;
- оценка миноритарного пакета акций;
- оценка ЦИК. Особое внимание здесь зачастую уделяется оценке активов компании – зданиям, сооружениям, сетям, земельным участкам, транспортным средствам и оборудованию. Также уделяется пристальное внимание анализу финансовых потоков предприятия.

1.1. Международные организации. Стандарты и руководства по оценке бизнеса

1.1.1. Международный комитет по Стандартам оценки. Международные стандарты оценки

1.1.1.1. Общие сведения об организации

Нельзя сказать, что Международный комитет по стандартам оценки (IVSC / МКСО) имеет давнюю историю, ведь он существует всего лишь чуть более 25 лет. Предпосылкой его возникновения стало понимание необходимости определения с помощью ряда профессиональных организаций по всему миру «правил игры» и единообразия (унификации) применяемых для проведения оценки подходов, используемых на рынках недвижимости.

Начавшиеся в конце 1970-х годов переговоры между представителями США и Великобритании относительно профессии оценщика привели к созданию в 1981 г. Международного комитета по стандартам оценки имущества (TIAVSC). В 1994 г. он сменил свое название на Международный комитет по стандартам оценки. С 2003 г. МКСО объединял только профессиональные ассоциации оценщиков всего мира, которые были связаны единой системой стандартов. В состав Комитета в тот период входили 20 национальных ассоциаций. В 2007 г. это количество возросло за счет включения национальных ассоциаций, получивших статус члена Комитета или наблюдателя. Общее количество представленных членом с разным статусом на сегодня составляет 52 страны.

Основными целями, которые были поставлены перед МКСО с момента его основания, являются:

- создание и обеспечение независимых и прозрачных Международных стандартов, регулирующих процесс оценки;
- разработка и осуществление комплексного набора высококачественных МСО, которые были бы понятными, практически осуществимыми и способствующими защите общественных интересов;
- определение того, где местные или региональные стандарты отличаются от МСО, проведение работы в направлении большей совместимости и согласования местных и региональных требований с МСО;
- содействие развитию глобальной профессиональной оценки и защиты общественных интересов путем поощрения высокого качества передовой практики в области оценочной профессии;
- выполнение функции «международного голоса» профессии оценщика.

Первое издание Международных стандартов оценки вышло в 1985 г. В последующие годы МКСО развивался и расширялся и сейчас выпускает Стандарты оценки для многих видов активов, в том числе основных средств,

нематериальных активов и бизнеса. Международные стандарты оценки сегодня признаны и приняты широким кругом организаций. МКСО также активно сотрудничает с Международным советом по Международным стандартам финансовой отчетности (IASB / МСФО) по подготовке руководства относительно оценок, выполняемых для целей и в соответствии с МСФО.

В первые годы своей деятельности МКСО рассматривался национальными институтами оценки как средство «транспортировки лучших методов», которые можно было бы согласовать и затем поделить с теми странами, которые не имели собственных установленных стандартов. МКСО работал по программе, сконцентрированной на международной гармонизации таких тем, которые существовали «под крышей» национальных стандартов. Со временем эта роль значительно изменилась, и МКСО стал органом, устанавливающим Стандарты по своему собственному праву.

Определение рыночной стоимости по МСО и первые два Международных стандарта оценки были приняты 24 марта 1994 г. Два других Стандарта, принятых в это же время (МСО 3 и МСО 4), были пересмотрены и в июле 2000 г. стали называться «Применениями». Третий Международный стандарт оценки вступил в силу 30 апреля 2003 г., и третье Международное применение «Оценки активов публичного сектора для финансовой отчетности» было утверждено 31 июля 2007 г. Все указанные выше Стандарты подвергались пересмотру, и их окончательные версии были приняты 31 января 2005 и 31 июля 2007 гг.

Динамично развивались также и Международные руководства (МР). Так, 19 апреля 1996 г. было принято «Руководство по оценке при наличии опасных и токсичных веществ», 1 июля 2000 г. – «Руководства по оценке недвижимого имущества, интересов аренды, неосязаемых активов и бизнеса», 30 апреля 2003 г. – «Руководство по оценке движимого имущества».

Все эти руководства в дальнейшем подвергались пересмотру, а их окончательные на сегодня версии вступили в силу 31 января 2005 г. Руководства по анализу дисконтированного денежного потока (ДДП), по оценке сельскохозяйственного имущества и по экспертизе оценок стоимости были приняты 30 апреля 2003 г.

Руководства по оценке специализированного торгового коммерческого имущества, по массовой оценке для налогообложения имущества и по оценке имущества в добывающих отраслях были приняты 31 января 2005 г. Руководство 8 «Затратный подход для финансовой отчетности (А33)» представляло собой существенно пересмотренное МР 8 шестого издания «Амортизированных затрат замещения» и было утверждено 31 января 2005 г.

Руководства «Оценка недвижимого имущества» (МР 1), «Оценка имущественных прав при аренде» (МР 2), «Оценка нематериальных активов» (МР 4) и «Оценка бизнеса» (МР 6) были утверждены 1 июля 2000 г., а Руководство по оценке движимого имущества (МР 5) – 30 апреля 2003 г. Все эти пять руководств пересматривались, и их новые версии были утверждены 31 июля 2007 г.

Правила «Анализ дисконтированных денежных потоков (ДДП) для определения рыночной стоимости для инвестиционного анализа» (МР 9), «Оценка имущества сельскохозяйственного назначения» (МР 10) и «Рецензирование отчетов об оценке» (МР 11) были утверждены 30 апреля 2003 г. В их нынешнем виде МР 9, МР 10 и МР 11 утверждены 31 июля 2007 г. Руководство «Оценка специализированного торгового имущества» (МР 12) утверждена 31 января 2005 г. Название его было изменено на «Оценку имущества, связанного с торговлей» (МР 12), а само руководство было в этом издании пересмотрено. В его нынешнем виде МР 12 утверждено 31 июля 2007 г.

Руководства «Массовая оценка имущества для налогообложения» (МР 13) и «Оценка имущества в добывающих отраслях» (МР 14) были утверждены 31 января 2005 г. МР 13 не содержит никаких изменений по сравнению с предыдущим изданием. МР 14 в его нынешнем виде было утверждено 31 июля 2007 г. Новая рекомендация 15 «Оценка имущества, которое имеет историческую ценность», также была утверждена в тот же день и год.

Поскольку роль международного органа, устанавливающего Стандарты, в последние годы возросла, роль установленных национальных стандартов также значительно изменилась. Со временем спрос на Стандарты оценки увеличился в различных отраслях и на разных рынках, и стало ясно, что МКСО, его состав и структура уже не могут обеспечить должные ресурсы, необходимые для решения возникающих на мировом рынке проблем, и угнаться за темпами их изменения. В этой связи в январе 2007 г. МКСО подготовил и опубликовал предложения по коренной перестройке организации, превращению МКСО в неправительственный, частный стандартный механизм для надежной и открытой процедуры создания, сохранения и интерпретации международной оценки и отчетности.

Предложения МКСО по реструктуризации были приняты всеми его членами в апреле 2007 г. Измененный и дополненный Устав организации был принят в ноябре того же года. За довольно короткий – двенадцатимесячный – переходный период МКСО прошел реструктуризацию и в октябре 2008 г. начал функционировать в нынешнем виде.

В ходе перестройки структура МКСО претерпела серьезные изменения, основные из которых заключались в том, что организация стала состоять из трех основных органов:

- Независимый международный Попечительский совет, отвечающий за стратегическое руководство и финансирование МКСО;
- Международный совет по Стандартам оценки (IVSB), который назначается Попечительским советом с правом формирования повестки дня заседаний и правом инициации создания и пересмотра Стандартов;
- Международный оценочный профессиональный совет (IVPB), также назначаемый Попечительским советом; он призван содействовать созданию и развитию профессиональных и образовательных стандартов