

Обзор подходов к оценке стоимости бизнеса на современном этапе: мнения специалистов оценки

© 2010 С.С. Блинов

Пермский филиал государственного университета высшей школы экономики
E-mail: spacejam86@mail.ru

В статье представлены мнения специалистов относительно использования различных подходов и моделей оценки бизнеса, а также рассмотрены современные гибридные модели оценки стоимости бизнеса. Сделан вывод о том, что среди специалистов оценки нет единого мнения по поводу определения подлинной стоимости. Это подтверждает субъективность оценки. В то же время результаты, полученные в рамках оценки, дают базу для принятия стратегических и оперативных решений топ-менеджментом и акционерами.

Ключевые слова: оценка бизнеса, доходный подход, сравнительный подход, затратный подход, метод реальных опционов.

На сегодняшний день, несмотря на тяжелые последствия кризиса, переживаемые на международных рынках капитала, услуги оценочных компаний играют достаточно важную роль в мировой экономике. Подобное суждение объясняется высокой степенью значимости данного типа услуг, спектр которых весьма разнообразен - начиная от оценки материальных внеоборотных, оборотных активов, процентных долговых обязательств и заканчивая объектами интеллектуальной собственности и вычислением стоимости компании. Соответственно, полученные результаты могут быть использованы при принятии оперативных и стратегических решений как со стороны инвесторов, так и с позиции топ-менеджмента.

В начале 80-х гг. XX в. существенные изменения практики оценки стоимости бизнеса на Западе были связаны с активным внедрением доходного подхода, в частности метода дисконтирования денежных потоков (DCF). Вот что по этому поводу пишет известный английский специалист в области оценки стоимости бизнеса А. Грегори: "Реальным стимулом к расширению методов, основанных на DCF, является недавно возникший феномен повышенного интереса... к оценке для акционеров"¹.

Некоторые аналитики, такие как Рутгайзер и Грязнова, считают использование доходного подхода слишком субъективным и завышающим подлинную стоимость компании. Их высказывания обоснованы тем, что в рамках доходного подхода оперируют балансовой стоимостью активов и пассивов, а также финансовыми показателями компании, основанными на ОПУ. А, как известно, их величина не всегда совпадает с реальными результатами деятельности компании и ее фактическим состоянием. Однако такие об-

¹ Грегори А. Стратегическая оценка компаний. Практическое руководство. М., 2003. С. 15.

щепризнанные оценщики, как Дамодаран и Коупленд, говорят о том, что все необходимые корректировки могут быть внесены при непосредственной переоценке компонентов отчетности и учтены в расчете затрат на капитал, и в величине денежных потоков. Соответственно, данные западные аналитики придерживаются диаметрально противоположного мнения и свидетельствуют об увеличении роли доходного подхода в рамках процесса оценки.

Особую значимость данного подхода можно проследить в книге Т. Коупленда, Т. Коллера и Дж. Мурина "Стоимость компаний: оценка & управление", в которой, в частности, использование модели дисконтирования денежного потока рассматривается как достаточно удобный инструмент перехода от систем бухгалтерской оценки к системам стоимостной оценки. Более того, согласно авторам, чтобы успешно управлять стоимостью, необходимо уделять основное внимание денежным потокам, создаваемым бизнесом и их доходности. При этом авторы особо выделяют тот факт, что максимизация стоимости для акционеров является или должна быть главной целью всех предприятий². Соответственно, дисконтированный денежный поток лучше, чем любой другой показатель, отражает рыночную стоимость компании.

В рамках метода DCF наиболее часто используют модель оценки собственного капитала либо фирмы в целом (в зависимости от цели, которую ставят перед собой стейкхолдеры). Частным случаем данного подхода является метод капитализации прибыли, логика которого основана на следующем положении: если у оцениваемого объекта мы наблюдаем постоянное соотношение чистой прибыли и денежного потока,

² Стоимость компаний: оценка и управление / Т. Коупленд, Т. Коллер, Дж. Мурин. 3-е изд., перераб. и доп. М., 2007.

нулевой уровень реинвестиций и, как следствие, отсутствие роста, то мы получаем эквивалентные друг другу денежные потоки в каждом из прогнозных периодов. Данный подход довольно идеалистичен, однако он достаточно удобен при оценке малых или средних фирм, а также при вычислении стоимости нематериальных активов.

Еще одной интересной моделью является метод скорректированной приведенной стоимости (APV), который особо актуален при анализе преимуществ от использования заемного капитала (налоговых выигрышей) и при оценке влияния долговой нагрузки на вероятность банкротства и ожидаемые издержки, связанные с данной процедурой³. Основной дилеммой по использованию APV является поиск ответа на следующий вопрос: по какой ставке дисконтировать ожидаемые налоговые выигрыши? И здесь мнения специалистов оценки разбиты на два лагеря. Одни используют в качестве ставки дисконтирования затраты на заемный капитал, руководствуясь соображениями, что неопределенность, с которой компания способна реализовать процентную налоговую защиту, лучше всего измеряется затратами на заемный капитал. Другие оценщики говорят о том, что если компания установила фиксированный уровень коэффициента “долг/совокупный капитал”, то величина долга (и следовательно, налогового щита) будет определяться полученным размером операционной прибыли и денежных потоков. В данном случае наблюдается тесная корреляция между операционными денежными потоками и налоговым щитом, что определяет в конечном итоге одинаковый уровень риска для налоговых выигрышей, который соизмерим со ставкой дисконтирования потоков от операционной деятельности, т.е. с затратами на собственный капитал без долговой нагрузки.

В период интенсивных слияний и поглощений чаще других применялся сравнительный подход, ориентированный на использование множества мультипликаторов, отражающих отношение стоимости компании, собственного капитала и ее финансово-экономических показателей – разного рода доходов, стоимости активов и т.д. Наибольшее распространение этот подход получил в конце 1970-х гг., поскольку, помимо вышеуказанных сфер применения, мог использоваться при обосновании инвестиционных решений. Сравнение с помощью оценочных мультипликаторов условий достижения другими компаниями того или иного уровня стоимости бизнеса стало типичным механизмом обоснования подобных решений.

³ Дамодаран А. Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. 5-е изд. М., 2008.

Вместе с тем среди оценщиков нет единого мнения по поводу противоречивости (непротиворечивости) элементов мультипликаторов. Отечественные оценщики (Грязнова и Рутгайзер) говорят о том, что согласованность между элементами не столь важна, главное – это качество выборки аналогов, которая должна основываться на схожих рыночных позициях компании (доля рынка) и фактическом росте таких показателей, как объем продаж (производства) в натуральном выражении и т.д. В то же время западные оценщики, такие как Дамодаран, говорят о том, что если числитель, используемый для расчета мультипликатора, является стоимостью собственного капитала или фирмы в целом, то и знаменатель должен основываться на соответствующих стоимостях. Более того, поскольку западные специалисты оценки чаще прибегают к использованию фундаментальных мультипликаторов, они следуют логике, диктующей, что сопоставимыми фирмами являются компании, чьи денежные потоки, показатели роста и риска похожи на аналогичные показатели оцениваемой фирмы. К сожалению, использование данных критериев не всегда возможно в силу отсутствия информации, что обуславливает применение отечественного подхода.

Сравнительный подход базируется на ценах купли-продажи сопоставимых предприятий или компаний-аналогов. Он отличается от представленного выше подхода тем, что преимущественно основывается не на прогнозах будущих выгод компании, а на текущих или ретроспективных данных. Важно отметить, что применение сравнительного подхода, прежде всего, предполагает наличие компаний-аналогов и соответствующих данных о них для последующего отбора и использования, что в свою очередь является наиболее сложным моментом в оценке стоимости бизнеса. Среди его методов наиболее часто используется метод оценочных мультипликаторов, предполагающий использование соответствующих данных, формирующихся в рамках рынка капиталов. Наряду с данным методом, в рамках сравнительного подхода применяются метод сделок и метод отраслевых коэффициентов, используемые для оценки малого и среднего бизнеса.

В 50-60-х гг. прошлого века широкое распространение получил затратный подход. Это обусловлено тем, что в послевоенный период экономика восстанавливалась, создавались новые предприятия, что в свою очередь способствовало использованию затратного подхода. Однако данный подход до сих пор вызывает жаркие споры среди специалистов оценки. Отечественные оценщики, такие как Грязнова и Рутгайзер, счи-

тают затратный подход наиболее полезным и точным, поскольку он постатейно отражает стоимость активов и обязательств с учетом переоценки. Соответственно, в своих отчетах об оценке они в основном опираются именно на данный подход. Однако западные специалисты, такие как Дамодаран, Коупленд и Феррис, вообще не рассматривают затратный подход, поскольку видят в его использовании скрытые противоречия. Их обоснования сводятся к тому, что в основном при оценке бизнеса мы рассчитываем стоимость действующего предприятия, а не компании, которую планируется создать с нуля. Тем не менее, несмотря на полемику по поводу валидности затратного подхода, отечественные стандарты оценочной деятельности требуют использовать все три подхода к оценке.

В отличие от вышеупомянутых методов, затратный подход является одним из наиболее трудоемких при использовании оценщиками. Сложность в его применении заключается в том, что формально вся необходимая информация и соответствующие данные отображены в финансовой отчетности, однако в большинстве случаев все составные элементы данного документа отражены не в рыночных ценах. Соответственно, требуется определенная процедура переоценки активов и пассивов, что в свою очередь повлечет за собой дополнительные затраты как во времени, так и в денежном эквиваленте.

Наиболее часто при оценке с помощью затратного подхода используются метод откорректированных чистых активов, в рамках которого реализована процедура переоценки большинства активов и обязательств, а также метод ликвидационной стоимости, который отличается от предыдущего не только наличием затрат на ликвидацию, но и спецификой ставки дисконтирования, которая, как правило, выше, чем затраты на капитал у действующего предприятия. Это обусловлено тем, что при ликвидации у компании возникают дополнительные риски (например, риски, связанные с трудностями продажи активов).

К наиболее современным подходам к оценке стоимости бизнеса относится модель Блэка-Шоулза, в рамках которой применен метод реального опциона. Некоторые аналитики считают, что акционерный капитал компании можно рассматривать как опцион "Call", основой которого является стоимость компании, а ценой исполнения - стоимость заемного капитала компании. На данном этапе введем некоторые предпосылки:

1) существует только два вида требований к фирме - это долг и акции;

2) стоимость заемного капитала рассматривается как номинальная стоимость гипотетических бескупонных облигаций компании.

В соответствии с данной моделью стоимость европейского опциона "Call" может быть найдена по следующей формуле:

$$C = S \cdot N(d_1) - E \cdot e^{-r \cdot t} \cdot N(d_2),$$

$$d_1 = \frac{\ln\left(\frac{S}{E}\right) + (r + 0,5 \cdot \delta^2) \cdot t}{\sqrt{\delta^2 \cdot t}}, \quad d_2 = d_1 - \sqrt{\delta^2 \cdot t},$$

где S - стоимость базового актива (балансовая стоимость активов). Феррис использует в качестве данного показателя балансовую стоимость активов, в то время как Дамодаран определяет данную величину через стоимость фирмы, рассчитанную при помощи FCFF;

δ - стандартное отклонение цены базового актива.

Согласно Феррису, данная величина может быть рассчитана как корень квадратный из дисперсии натурального логарифма коэффициента доходности от изменения цены акций оцениваемой компании:

$$\ln\left(\frac{\text{сегодня}}{\text{вчера}}\right);$$

иную формулу расчета данной величины использует Дамодаран:

$$\delta_{firm}^2 = w_E^2 \cdot \delta_E^2 + w_D^2 \cdot \delta_D^2 + 2w_E \cdot w_D \cdot \delta_E \cdot \delta_D \cdot \text{cor}(E : D),$$

где δ_E и δ_D - стандартное отклонение цены акций и облигаций;

w_E и w_D - вес собственного капитала и долга по рыночной стоимости;

$\text{cor}(E : D)$ - коэффициент корреляции между ценами акций и облигаций;

E - цена исполнения опциона на данную акцию, соответствующая номинальной стоимости совокупных обязательств компании;

$e^{-r \cdot t}$ - функция непрерывно начисляемой безрисковой ставки доходности r за время до истечения опциона (срока погашения обязательств) t ;

Феррис в качестве " t " рассматривает срок погашения долгосрочных обязательств, в то время как Дамодаран определяет данную величину через дюрацию. Более того, поскольку мы рассматриваем непрерывный случай, то в качестве " r " выступает непрерывная безрисковая ставка, которая определяется по формуле

$$\ln(1 + \text{дискрет. безриск. ставка});$$

$N(d)$ - вероятность того, что случайная переменная, которая следует стандартному нормальному распределению, будет меньше или равна d .

Иначе говоря, эта вероятность характеризует способность опциона генерировать положительные денежные потоки для собственника при его исполнении.

На данном этапе реализуем модель на практике через оценку собственного капитала ОАО НК "ЛУКОЙЛ", используя подход Ферриса относительно входных параметров, вычисление которых и расчет стоимости компании определен в следующей таблице.

Определение стоимости ОАО НК "ЛУКОЙЛ" при помощи метода реальных опционов

Наименование	Значение
Стоимость базового актива, млн. долл.	71 461
Цена исполнения, млн. долл.	21 121
Непрерывная безрисковая ставка, %	6,61
Срок жизни опциона, лет	10
Дисперсия стоимости базового актива, %	3,48
d1	3,47
d2	2,88
N(d1), %	99,97
N(d2), %	99,8
Стоимость компании в расчете на собственника, млн. долл.	60 562,63

Таким образом, стоимость компании ОАО НК "ЛУКОЙЛ" в расчете на собственника, определенная при помощи модели Блэка-Шоулза на конец 2008 г., составляет 60 562,63 млн. долл.

Интерес представляет тот факт, что полученная величина отражает ликвидационную стоимость собственного капитала. Иными словами, акционеры фактически имеют опцион "Call" на собственный капитал, т.е. могут принять решение о ликвидации фирмы и после погашения всех обязательств получить сумму, которая соответствует ликвидационной стоимости, рассчитанной по модели Блэка-Шоулза.

Более того, при помощи показателей, на основе которых рассчитывается данная стоимость, мы можем судить о некоторых аспектах деятельности компании. Например, если из единицы вычесть величину $N(d2)$, мы получим нейтральную к риску вероятность дефолта, которая в данном случае составит 0,2%. Данный показатель может быть использован как альтернатива косвенной оценки вероятности дефолта, которая используется для расчета ожидаемых издержек банкротства в рамках модели APV. В силу того что у оцениваемой компании наблюдается низкий уровень финансового рычага и высокий коэффициент покрытия процентов, валидность данных суждений и полученных результатов вполне корректна и правомерна.

В то же время поскольку собственный капитал можно рассматривать как опцион "Call", постольку при прочих равных условиях увеличение дисперсии базового актива будет способствовать росту стоимости собственного капитала. Соответственно, одним из вариантов поведения акционеров может быть стремление инвестировать в рискованные проекты. По сути, NPV показывает прирост или уменьшение стоимости компании, т.е. базового актива. Таким образом, при реализации того или иного проекта

изменяется уровень риска, отраженный в дисперсии базового актива. В силу вышесказанного при помощи модели Блэка-Шоулза с учетом измененных параметров базового актива и дисперсии будет получена новая стоимость собственного капитала. Соответственно, исходя из полученной величины и стоимости базового актива с учетом NPV, будет рассчитана новая стоимость долга. Данная оценка с помощью реальных опционов дает нам понять, кто из стейкхолдеров фирмы (в данном случае держатели акций или облигаций) выигрывает при реализации инвестиционных проектов (в чью сторону идет перераспределение богатства). Подобные методы дают нам возможность понять эффективность управленческих решений через призму конфликта акционеров и держателей облигаций.

На сегодняшний момент оценка стоимости компании - это один из наиболее важных инструментов в рамках управления бизнесом. Под последним мы понимаем комплекс мер, направленных на максимизацию стоимости компании. Соответственно, данная оценка позволяет нам судить об итогах деятельности компании, отраженных непосредственно в ее стоимости. Основу данного суждения составляет тот факт, что, исходя из полученных результатов, мы можем формировать базу для принятия стратегических и оперативных решений как со стороны топ-менеджмента, так и со стороны акционеров.

Поступила в редакцию 04.12.2009 г.