

Ю. И. Лернер,
академик АЭН Украины,
кандидат экономических наук,
Харьковский политехнический институт

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА ДЛЯ БАНКОВСКОЙ СТРУКТУРЫ НА ОСНОВЕ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

Вступление. На основании проведенного анализа оценку финансового состояния банковской структуры рекомендуется производить на основе определения стоимости банковского бизнеса. Оценка стоимости бизнеса должна рассматриваться как отправная точка для покупателей и продавцов. Редко бывает, чтобы покупатели и продавцы пришли к одинаковой величине стоимости бизнеса, если только нет каких-либо других причин, нежели та, когда продавец ищет покупателя, которому можно продать компанию по более высокой цене. Цель состоит в определении приблизительной стоимости, начиная с которой покупатель и продавец могут вести торги, определяя цену, которая, в конечном счете, удовлетворила бы обоих.

В условиях развитого фондового рынка хороший индикатор для определения приблизительной стоимости компании – биржевая котировка акций, которая умножается на количество эмитированных акций. Разумеется, окончательная стоимость зависит от размеров контрольного пакета и определяется в процессе переговоров сторон. Для Украины такой подход практически неприемлем: на открытом фондовом рынке котируются акции лишь нескольких крупнейших компаний. Поэтому оценка украинского бизнеса строится на других принципах и подходах, которые также заимствованы из западной практики. Это доходный, рыночный и затратный подходы (принципы) [6, 7].

Постановка задачи и анализ последних исследований. Стоимость бизнеса определяется величиной ожидаемых доходов. Оценка базируется на том предположении, что потенциальный владелец не заплатит за бизнес сумму большую, чем текущая стоимость будущих доходов за интересующий его период.

В рамках доходного подхода традиционно выделяют два основных метода оценки (в зависимости от степени детализации):

а) метод капитализации – применяется, если в прогнозном периоде доходы бизнеса останутся примерно на одном уровне, близком к нынешнему. Для

расчета стоимости будущий доход (в роли этого дохода может выступать чистая прибыль, прибыль до уплаты налогов, валовая прибыль) за один временной период (обычно год) преобразуется в текущую стоимость путем деления на ставку капитализации; $V=D/R$, где V – стоимость бизнеса, D – будущий доход компании за год, R – ставка капитализации: отношение рыночной стоимости бизнеса к приносимому им чистому годовому доходу. Для заемных средств она определяется на основе среднерыночных условий финансирования сделок по схожим объектам. Для собственных средств рассчитывается на основе информации по сравнимым объектам как отношение прибыли на вложенные средства инвесторов к стоимости вложенных средств. Сведения об этих ставках в интересующей отрасли потенциальный покупатель может узнать при изучении информации о сделках, опубликованной в печати и в интернете [3, 4];

б) метод дисконтирования денежных потоков – применяется в случае прогнозирования изменяющихся доходов¹; стоимость компании определяется при этом следующим образом:

- устанавливается период, на который компания интересна инвестору;

- вычисляются будущие денежные потоки компании за каждый год в течение этого периода;

- будущие денежные потоки приводятся к их сегодняшней стоимости с учетом предполагаемых темпов роста компании, времени и периодичности получения доходов, инфляции; ставка приведения будущих денежных потоков (ставка дисконтирования) отражает минимально допустимую отдачу на вложенный капитал, при которой инвестор предпочтет участие в проекте альтернативному вложению тех же средств в другой проект с сопоставимой степенью риска, например, в качестве ставки дисконтирования могут использоваться ставки по банковским депозитам.

Применение данного подхода позволяет потенциальному покупателю просчитать несколько вариантов развития бизнеса («что будет, если в бизнес

¹ При этом следует иметь в виду (о чем будет указано ниже), что метод дисконтирования (компаундирования) затрат и результатов, обладая целым рядом недостатков, теоретически объективно может быть использован только в двух случаях: при определении в банковской практике наращенной суммы дохода и при анализе однопродуктовых моделей.

инвестировать определенную сумму средств или изменить структуру расходов и доходов»). Впрочем, при оценке уровня риска бизнеса и выборе ставки капитализации или дисконтирования велика роль субъективного фактора [1].

Исходную информацию о текущих доходах оценщик берет из финансовой отчетности компании; перспективы получения будущих доходов определяются им на основе прогнозов, составленных самой компанией и общих перспектив данного бизнеса. В процессе работы оценщик привлекает данные первичной бухгалтерской отчетности для укрупнения и анализа отдельных статей баланса. Вполне понятно, что отчетность не всегда достоверно отражает финансовое положение компании. Поэтому точность оценки зависит от того, насколько глубоко оценщик познакомился с реальным положением дел. С другой стороны, поскольку бухгалтерская отчетность компании, как правило, составляется таким образом, чтобы доходы от деятельности на бумаге были минимальны, оценка бизнеса только с ее использованием получается заниженной, что выгоднее для покупателя. Поэтому продавец изначально заинтересован показать покупателю хотя бы часть преимуществ бизнеса, выходящих за официальные рамки. Кроме всего прочего, если оцениваемая компания минимизирует свои налоговые обязательства с помощью различных хитроумных схем, оценщик увеличивает риски, которые принимает во внимание при расчете стоимости бизнеса.

В общем случае данный подход имеет больший вес, чем другие подходы, если: оценивается малый или средний бизнес; имеющейся информации достаточно для построения прогноза ожидаемых доходов; доходы компании устойчивы и положительны; труд и нематериальные активы имеют существенную долю в образовании прибыли компании.

Рыночный подход. Стоимость оцениваемого бизнеса определяется путем сравнения недавних продаж сопоставимых компаний. Таким образом, главное условие применения подхода – наличие сформировавшегося рынка, на котором оценщик подыскивает свершившуюся сделку купли/продажи компании – аналога оцениваемой [2-4]. Стоимость оцениваемой компании ($V1$) определяется как произведение отношения рыночной цены компании-аналога ($V2$) и ее базового показателя ($R2$) на базовый показатель ($R1$) оцениваемой компании:

$$V1 = (V2 / R2) \times R1.$$

В качестве базовых показателей могут использоваться: прибыль до выплаты процентов и налогов, чистая прибыль, балансовая стоимость компании и т.д. – метод рынка капитала; а также мультипликаторы (коэффициенты), рассчитанные на основе рыночной стоимости акций компании-аналога при

продаже контрольного (или крупного) пакета акций – метод сделок.

Для проведения оценки бизнеса необходимо собрать по компаниям-аналогам общую финансовую и технико-экономическую информацию, сведения о ставках дохода по альтернативным капиталовложениям, об операциях со свободно обращающимися акциями, о слияниях и поглощениях компаний в данной отрасли. Для этого проводят маркетинговые исследования, изучают специализированные СМИ и материалы консалтинговых фирм и рейтинговых агентств.

Особенность применения этого подхода: при купле-продаже фирм покупателю поступает минимум информации о сделке. Соответственно, даже если известна стоимость проданной компании-аналога, нельзя сказать, какие конкретно факторы её сформировали, не было ли при этом каких-либо «подводных течений» и взаимных обязательств продавца и покупателя, скрытых от посторонних глаз. Пока в Украине не сформируется полноценный рынок покупки-продажи компаний, данный подход будет оставаться наиболее недостоверным. По поводу сопоставимости информации для оценки украинской и иностранной компании оценщики говорят, что количество работников, занятых в иностранной компании – аналоге украинской фирмы, по объемам продаж может различаться на порядок (на Западе – полтора – три десятка рабочих, у нас – до полутысячи). Использование данных по аналогичным компаниям на зарубежных рынках нуждается в тщательной корректировке применительно к нашим условиям, которая учитывает не только поправку на страновой риск, но и соотношение емкости рынков, покупательную способность населения, потенциал страны, региона.

Рыночный подход может быть успешно применен при оценке отдельных активов (оборудование, недвижимость, транспортные средства и т.п.). Для некоторых отраслей, в которых объемы информации по сделкам становятся все больше, например телекоммуникации, значение этого метода постепенно повышается. В остальных случаях рыночный подход используют как инструмент проверки результатов, полученных доходным подходом.

Затратный подход. Стоимость бизнеса при этом подходе определяется суммой затрат ресурсов на его воспроизводство или замещение с учетом физического и морального износа. Этот подход наиболее эффективен, когда покупатель собирается сравнить затраты на приобретение бизнеса с затратами по созданию аналогичного предприятия. Недостаток метода заключается в том, что проведение индивидуальной оценки стоимости нематериальных активов, таких как ноу-хау, товарная марка, клиентская база – достаточно сложный и субъективный процесс. Кроме того, методы затратного подхода

дают тем большие погрешности, чем больше возврат оцениваемого объекта [5, 6].

Существуют несколько методов оценки, базирующиеся на определении стоимости активов; основной из них – метод чистых активов; статьи бухгалтерского баланса приводятся при этом к рыночной стоимости; оценка проводится в несколько этапов:

- анализ бухгалтерских балансовых отчетов;
- внесение учетных поправок (корректировок);
- перевод финансовых активов в рыночную стоимость;
- оценка рыночной стоимости материальных и нематериальных активов;
- перевод обязательств в текущую стоимость.

В результате проведенных работ стоимость собственного капитала компании рассчитывается как рыночная стоимость совокупных активов минус текущая стоимость всех обязательств. Чистая выручка, получаемая после ликвидации активов предприятия и выплат его задолженности, приводится к текущей стоимости. Данный метод применяется, в частности, при банкротстве предприятий.

Стоимость недвижимости при этом рассчитывается следующими способами:

метод количественного анализа – составление смет затрат на все виды работ, необходимых для строительства отдельных конструктивных элементов объекта и объекта в целом; количественный анализ наиболее точный, но и наиболее трудоемкий; для его применения требуются высокая квалификация оценщика и большой опыт в составлении строительных смет;

поэлементный способ – менее трудоемкая модификация количественного метода, основанная на использовании не единичных, а укрупненных сметных норм и расценок;

метод сравнительной единицы – для оцениваемого актива подбирают объект – аналог, сходный с оцениваемым по конструкционным характеристикам, используемым материалам и технологии изготовления. Затем стоимость единицы измерения объекта – аналога (1 м³, 1 м² и пр.) умножается на число единиц оцениваемого актива; это наиболее простой способ оценки объекта недвижимости;

индексный способ – определение восстановительной стоимости оцениваемого объекта путем умножения балансовой стоимости на соответствующий индекс переоценки; индексы для переоценки основных фондов утверждаются соответствующим органом и периодически публикуются в печати.

Во всех указанных методах определяется накопленный износ.

Нематериальные активы оцениваются обычно по затратам, которые необходимо совершить для того, чтобы получить их аналог. Допустим, лицензия на право заниматься определенной деятельно-

стью оценивается как время, необходимое на ее получение и средства, которые необходимо на это затратить. Если лицензии на занятие данным видом бизнеса уже выданы (например, исчерпаны квоты на лов рыбы или лицензия на данные радиочастоты уже кому-то принадлежат), то стоимость лицензии многократно увеличивается.

Затратный подход приобретает больший вес при оценке бизнеса в следующих условиях:

- оцениваемая компания владеет значительными материальными активами;
- большая часть активов оцениваемой компании состоит из ликвидных активов;
- оцениваемая компания либо только что образована, либо находится в стадии банкротства.

Наиболее точная картина оценки бизнеса получится при применении всех трех подходов с последующим итоговым согласованием стоимости, при котором каждому результату присваивается свой весовой коэффициент. Задача оценщика – определить, какой вес имеют результаты каждого из подходов при формировании итоговой стоимости бизнеса. Помимо всего прочего при оценке бизнеса должен быть проведен анализ отрасли (текущее состояние и перспективы развития данного бизнеса), кратко охарактеризовано экономическое состояние региона, в котором находится компания.

Стоимость бизнеса меняется с течением времени. Наиболее выгодно продавать его в момент сильных финансовых показателей, их положительной исторической динамики. Текущее благосостояние всегда следует сравнивать с прогнозируемым развитием ситуации. Если структура отрасли на глазах меняется, игроки укрупняются, а на местный рынок выходит крупный конкурент – такая перспектива таит в себе не только опасности, но и уникальные возможности продажи. Конкуренту на этом этапе гораздо проще купить готовое предприятие, чем строить новое. Собственнику всегда нужно просчитывать сценарий выхода из бизнеса, реализуя его в тот момент, когда цена максимальна. Покупать же компании выгодно в момент кризиса, используя естественное снижение стоимости. Именно такой стратегией увеличения стоимости своего дела пользуются все более успешные владельцы предприятий в мире.

В практических задачах оценки стоимости бизнеса встречаются все три приведенные выше метода. Каждый из рассмотренных методов в большей или меньшей степени адекватен цели оценки конкретного предприятия. Обычно стоимость предприятия оценивается с использованием комбинации всех трех подходов, когда окончательная оценка получается как средневзвешенное значение результатов оценки по каждому методу. В зависимости от целей и задач процедуры оценки, вес оценки каждым методом существенно различается. Так, напри-

мер, в случае, когда речь идет об оценке имущества предприятия-банкрота, вес оценки, полученный доходным методом, минимален, а наибольший вес имеет затратный метод. В случае, когда речь идет об оценке стоимости пакета акций предприятия, которое давно котируется на бирже, больший вес будет иметь метод сравнения. В условиях Украины сравнительный подход практически не применяем из-за отсутствия минимально необходимого информационного обеспечения.

Поэтому для оценки банковского бизнеса наиболее подходящим является доходный метод, который имеет ряд преимуществ и ряд недостатков, которые можно устранить при правильном выборе методики прогнозирования.

Особенности анализа и оценки стоимости бизнеса банковской структуры.

В процессе оценки банковского бизнеса должны быть выполнены следующие оценочные процедуры [8]:

- изучение нормативных и правоустанавливающих документов, имеющих отношение к объекту оценки;
- осмотр объекта оценки и интервью с его администрацией;
- классификация и идентификация оцениваемых активов;
- сбор необходимой информации и анализ финансово-хозяйственной деятельности объекта оценки;
- анализ денежных потоков с учетом прогнозных данных о доходах, расходах и инвестициях;
- определение типа оцениваемых активов и обязательств, а также выбора адекватной базы стоимости для расчета чистой стоимости активов;
- применение общепринятых подходов к оценке стоимости бизнеса;
- согласование результатов и итоговой оценки стоимости;
- написание соответствующего отчета.

В результате анализа общепринятых подходов к оценке банковского бизнеса было определено, что более подходящим является доходный подход.

Для количественной характеристики понятий этого подхода применяются следующие типы относительных измерителей (норм возврата капитала):

а) нормы дохода, отражающие взаимосвязь периодического дохода и стоимости части собственности, к которым относятся:

- общая норма капитализации, в русскоязычной литературе часто называется также «ставкой капитализации», (R_0) – норма дохода, отражающая взаимосвязь между операционным доходом и стоимостью актива;

- норма капитализации для собственного капитала, (R_i) – норма дохода, отражающая взаимосвязь между операционным доходом после вычета затрат

на обслуживание заемного капитала и стоимостью собственного капитала;

- норма капитализации для заемного капитала, (R_m – ипотечная постоянная) – норма дохода, отражающая взаимосвязь между периодической суммой платежей по обслуживанию заемного капитала (проценты за пользование и частичное погашение первоначальной суммы: предполагается, что платежи равновелики) и размером первоначальной суммы заемного капитала;

б) нормы прибыли, являющиеся нормами сложного процента, сопоставляющие все будущие денежные поступления с начальными инвестициями (по сути – нормами дохода на первоначальную сумму инвестированного капитала), к которым относятся:

- ставка дисконта, в русскоязычной литературе часто называется также «нормой дисконтирования» – норма сложного процента, используемая для пересчета будущих денежных поступлений в текущую стоимость;

- ставка процента – норма сложного процента, уплачиваемая за пользование заемным капиталом;

- внутренняя норма прибыли (IRR) – норма сложного процента, приводящая все будущие денежные поступления к сумме первоначально инвестированного капитала;

- общая норма прибыли (Y_0) – норма сложного процента, характеризующая прибыль на инвестированный капитал с учетом изменения доходов в течение периода владения, включая доход от перепродажи объекта инвестирования в конце периода владения;

- норма прибыли собственного капитала (Y_e) – норма сложного процента, характеризующая прибыль на собственный капитал с учетом изменения доходов на собственный капитал в течение периода владения, включая доход от перепродажи объекта инвестирования в конце периода владения;

- норма прибыли заемного капитала (Y_m) – норма сложного процента, характеризующая прибыль на заемный капитал с учетом изменения доходов на заемный капитал в течение периода владения, включая возврат первоначальной суммы заемного капитала.

Принципиально важно, что первая группа норм возврата капитала – нормы дохода, на практике определяющаяся обычно непосредственно путем анализа рыночных данных о сделках с аналогичными объектами – учитывают как доход (прибыль) на инвестированный капитал, так и возврат первоначальной суммы инвестированного капитала. Вторая группа норм возврата капитала – нормы прибыли – отражают только доход (прибыль) на инвестированный капитал, не учитывая составляющую, характеризующую первоначальную сумму инвестированного капитала.

Рассмотрим более подробно эти две группы норм возврата капитала [1-6].

1. Метод прямой капитализации доходов.

Этот метод относится к доходному подходу и к первой группе норм возврата капитала. Базовая гипотеза метода достаточно проста: периодический доход, приносимый объектом оценки собственнику, может быть преобразован в стоимость объекта оценки путем одного прямого действия – делением ожидаемого дохода на соответствующую норму дохода. Выбранная норма дохода отражает соотношение между доходом, который может принести объект собственнику и стоимостью этого объекта, наблюдаемую на рынке и полученную путем анализа продаж сопоставимых объектов. Другими словами, метод прямой капитализации ориентируется на закономерности, которые могут быть зафиксированы на рынке соответствующих объектов и отражающие представления инвесторов, действующих на этом же рынке¹.

Исходя из этого, базовая формула метода имеет вид:

$$PV = D1/R, \quad (1)$$

где PV – текущая стоимость объекта оценки;

$D1$ – доход, который ожидается за период, непосредственно следующий за датой оценки (в качестве периода времени обычно используется год, реже – месяц или квартал);

R – норма капитализации (норма дохода); условно можно сказать, что норма капитализации – это величина, обратная известному из экономического анализа сроку окупаемости инвестиций.

Данный метод в общем случае очень нагляден, не требует долгосрочных прогнозов, а нуждается только в рыночных данных, необходимых для корректного определения соответствующей нормы дохода (цены сделок с объектами-аналогами и ожидаемые доходы от объектов-аналогов). Однако его применение связано с рядом следующих существенных требований:

а) норма капитализации должна быть определена по рыночным данным о сделках с объектами, не только функциональными аналогами объекта оценки, но и имеющими срок оставшейся экономической жизни, сопоставимый с таковым для объекта оценки;

б) норма капитализации должна быть определена по рыночным данным о сделках с объектами, не только функциональными аналогами, но и характеризующимися такими же ожиданиями относительно способности приносить доход в будущем, какими характеризуется и объект оценки;

в) на дату оценки объект уже должен быть улучшен до состояния, отвечающего варианту лучшего и наиболее эффективного использования – во всяком случае, в той же степени, как и объект-аналог, использовавшийся для определения нормы капитализации;

г) норма капитализации R должна являться нормой дохода, учитывающей (в явном виде не разделяя их) как доход на основную сумму инвестированного капитала, так и возврат первоначальной суммы капитала.

Указанные требования и позволяют объективно определить значение R .

2. Метод капитализации по норме прибыли на капитал.

Этот метод доходного подхода относится ко второй группе норм возврата капитала². Базовая гипотеза этого подхода и метода заключается в том, что стоимость прав на объект есть сумма текущих стоимостей всех разновременных будущих выгод (в денежном выражении и которые от периода к периоду в будущем могут и изменяться), связанных с точки зрения покупателя (инвестора) с оцениваемыми правами на данный объект.

Метод представлен несколькими моделями, основным из которых является метод дисконтирования денежных потоков:

Базовая формула при этом имеет вид:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+y)^i}, \quad (2)$$

где PV – стоимость объекта оценки;

D_i – доход, который ожидается за i -й период времени после даты оценки (в качестве периода времени используется месяц, квартал, год; далее эти отрезки времени будут называться также «периодами дисконтирования»);

Y – ставка дисконта (норма прибыли);

n – количество периодов времени, в сумме составляющих весь оставшийся срок экономической жизни объекта.

Данный метод также достаточно нагляден, при этом допущения, положенные в основу метода прямой капитализации, снимаются:

а) срок оставшейся экономической жизни объекта не должен быть условно бесконечным, он задан параметром n ;

б) от периода к периоду доход, приносимый объектом, может меняться, и динамика этих изменений может существенно отличаться от зафиксированной для объектов-аналогов;

¹ Указанная общая формулировка этого метода была детализирована и модифицирована автором для банковской структуры и приведена в опубликованных им научных трудах.

² Учитывая тот факт, что приведенная ниже методология дисконтирования, использующаяся при этом, имеет огромное количество недостатков, о которых будет указано ниже, имеет весьма огромную область применения.

в) существует возможность учесть затраты (в виде «отрицательных доходов», первоначальных капиталовложений), которые необходимо понести инвестору для того, чтобы улучшить объект.

Однако на практике составлять прогнозы доходов, которые ожидаются собственником, в каждый период времени в будущем тем тяжелее, чем более он удален от даты оценки. Вряд ли кто-нибудь сможет составить и защитить обоснованный прогноз прибыли для любого предприятия, например, на 15-й год после даты оценки (особенно если говорить об отдельных прогнозах доходной и расходной части) несмотря на то, что 15 лет – вполне приемлемый срок экономической жизни применительно к предприятию. Чтобы избежать необходимости такого «дурного прогнозирования на бесконечность», в рамках метода непрямой капитализации используется технический прием, называемый реверсией. Суть его заключается в следующем: предполагается, что инвестор приобретает объект, в течение некоторого срока – периода владения – получает доход, приносимый объектом, а по истечении периода владения перепродает объект, получая при этом последний доход, связанный с правом собственности на объект (естественно, это лишь технический прием, не обязывающий реального покупателя ограничивать реальный период владения).

Считается, что значительно проще составить обоснованный прогноз тех денежных поступлений, которые получит инвестор от перепродажи своих инвестиций по истечении 5-го года после даты оценки, чем обоснованный прогноз доходов, которые может принести объект инвестору в 6 – 10 – 15 – года после даты оценки.

В свете вышесказанного базовая формула модели приобретает вид:

$$PV = \left[\sum_{i=1}^n \frac{D_i}{(1+Y)^i} \right] + \frac{FV Re}{(1+Y)^n}, \quad (3)$$

где n – количество периодов времени, в сумме составляющих весь оставшийся период владения объектом для инвестора;

$FVRe$ – будущая стоимость реверсии, то есть та сумма, которую инвестор предполагает получить в результате перепродажи своих инвестиций по окончании периода времени n . Условно можно сказать, что реверсия в данном контексте и есть возврат первоначальной суммы инвестированного капитала путем перепродажи инвестиций. Величину $\left[\frac{FV Re}{(1+Y)^n} \right]$

(второе слагаемое) обычно называют текущей стоимостью реверсии.

По сравнению с прямой капитализацией, особенностью этого является то, что он позволяет раз-

дельно учесть вклад в стоимость объекта: а) будущих доходов, которые возможно получить от инвестирования капитала в объект; б) будущего возможного единоразового дохода от перепродажи объекта (второе слагаемое – текущая стоимость реверсии).

Рассмотрим более подробно все оценочные процедуры при определении стоимости бизнеса предприятия с помощью доходного подхода. Это объясняется тем, что, как правило, при исследованиях на эту проблему обращается недостаточно внимания; хотя в действительности рассмотрение этих процедур позволяет значительно увеличить точность оценки.

Изложение основного материала

Процедура 1. Классификация активов.

В рамках этой процедуры необходимо разделить все активы на 2 группы:

а) *операционные*, которые непосредственно задействованы в основной деятельности предприятия (от которой предприятие доход и получает;

б) *неоперационные*, которые не задействованы в основной деятельности и, теоретически, могут быть проданы как отдельные инвентарные объекты без ущерба для основной деятельности предприятия. В ряде случаев сюда могут быть отнесены: объекты соцкультбыта, которые содержатся за счет средств предприятия; незавершенные строительством объекты, которые предприятию уже не понадобятся, а потому и не будут завершены никогда; излишние основные фонды; долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения; излишки оборотных активов, некоторые другие активы.

Далее в рамках доходного подхода будет оценен именно комплекс операционных активов. Неоперационные активы оцениваются отдельно как инвентарные объекты (любым методом, который представляется целесообразным эксперту), исходя именно из тех соображений, что эти активы дают свой вклад в стоимость предприятия, адекватный той цене, за которую они могут быть проданы отдельно от предприятия.

Процедура 2. Анализ собранной информации.

Оценка предприятия в рамках доходного подхода в общем случае предполагает сбор и анализ следующей информации, характеризующей его хозяйственную деятельность:

а) информация о результатах своей деятельности, которую предприятие предоставляет согласно законодательству и в предусмотренном законодательством объеме посредством подготовленных им, утвержденных в установленном порядке и опубликованных финансовых отчетов;

б) информация первичного учета, которая обычно (или всегда) предприятием не предоставляется или не публикуется, но необходима для прогнозирования доходов и расходов предприятия, в первую очередь – детализированная информация о

продукции, которую выпускало предприятие за 2-3 года, предшествующие дате оценки (в натуральном выражении и по основной номенклатуре выпускаемой продукции), расходах, которые оно фактически несло в связи с выпуском и реализацией этой продукции. При этом необходимо отдельно проанализировать как расходы, относящиеся на валовые расходы (т.е. уменьшающие налогооблагаемую прибыль), так и расходы, которые предприятие несет из прибыли после налогообложения, дебиторской и кредиторской задолженности предприятия на дату оценки.

Указанная информация используется в дальнейшем для: а) анализа финансово-хозяйственной деятельности предприятия; б) классификации активов, входящих в состав предприятия, на операционные и неоперационные; в) прогнозирования будущих доходов и расходов, определяющих стоимость предприятия.

При этом необходимо помнить о принципах ожидания и отдавать себе отчет в том, что финансовая отчетность отражает ретроспективную информацию о деятельности предприятия. Поэтому она ценна для оценщика лишь постольку, поскольку объективно может быть использована для составления прогноза функционирования предприятия на будущее.

Процедура 3. Определение периода прогнозирования; прогноз доходов и расходов:

а) определение периода прогнозирования.

Здесь речь, в первую очередь будет идти об оценке бизнеса методом непрямой капитализации, который позволяет адекватно отразить влияние динамики финансовых результатов предприятия в течение периода прогнозирования на его стоимость. В соответствии с этой методологией должен быть определен период прогнозирования.

Исходя из того, что действующее предприятие обычно достаточно инертная структура, можно предположить, что переход от текущего уровня функционирования к другому уровню, не может произойти «скачком» в течение очень короткого периода времени (тем более, что это может быть сопряжено с пополнением оборотных средств, дополнительными капитальными вложениями в новую технологию или совершенствование и поддержание существующей, как следствие, может с привлечением заемных средств).

Основное требование к периоду прогнозирования – он должен быть не меньше длительности инвестиционного цикла (т.е. того срока, в течение которого инвестиции, необходимые для обеспечения функционирования предприятия в наиболее оптимальном режиме: а) будут вложены в предприятие; б) в полной мере проявят свой экономический эффект). В первую очередь, это необходимо для мини-

мизирования погрешности в определении терминальной стоимости предприятия, которая прямо зависит от достоверности допущения о том, что предприятие в постпрогнозный период будет приносить собственнику стабильный (или стабильно изменяющийся) доход;

б) прогноз валовых доходов.

После того, как выбран период прогнозирования, выполняется прогноз валовых доходов предприятия (сначала – в натуральном выражении) для каждого из соответствующих календарных периодов (периодов дисконтирования), входящих в состав периода прогнозирования, исходя из:

1) анализа рынка продукции, которую предприятие выпускает (или может выпускать);

2) номенклатуры продукции, которая выпускается (и будет выпускаться в дальнейшем) предприятием на дату оценки;

3) номенклатуры продукции, которую предприятие не выпускало ранее, но может выпускать с точки зрения наиболее оптимального режима функционирования.

После того, как выполнен прогноз валовых доходов в натуральном выражении, осуществляется переход к денежному выражению валовых доходов. Как правило, в расчетах используется цена без учета налога на добавленную стоимость, как и в дальнейшем расценки на сырье, материалы и т.д., используемые при расчете валовых расходов. Результирующая стоимость объекта оценки, получаемая при подобных расчетах, также не включает в себя размер НДС.

Необходимо отметить, что при определенной рыночной стоимости объекта этот и последующие прогнозы осуществляются на базе представлений типичного инвестора, действующего на данном рынке. При определении инвестиционной стоимости прогноз должен базироваться на представлениях конкретного инвестора – заказчика или пользователя работы;

в) прогноз валовых расходов.

На этом этапе оценщик должен выполнить для каждого из соответствующих календарных периодов, входящих в состав периода прогнозирования, прогноз тех расходов, которые необходимо понести предприятию для того, чтобы обеспечить выпуск продукции в прогнозируемом объеме.

Основные принципы, на которых основывается этот прогноз, следующие:

- все статьи валовых расходов, которые необходимо понести предприятию для получения прогнозируемых доходов, должны быть разделены на условно-переменные (т.е. те, величина которых приблизительно прямо пропорциональна объему выпуска продукции в натуральном выражении) и

условно-постоянные (т.е. те, величина которых напрямую не связана с объемом продукции)¹;

- прогноз расходов обычно осуществляется по следующим (укрупненным) статьям расходов: расходы на приобретение сырья, материалов, полуфабрикатов, комплектующих (как правило, все они условно-переменные).

Обычно по условно-переменным статьям валовых расходов прогноз также осуществляется вначале в натуральном выражении, а потом переводится в денежное выражение с использованием рыночных цен (расценок) на соответствующую используемую предприятием продукцию (сырье, материалы, энергоносители, услуги и т.д.);

- прогноз размера амортизационных отчислений нетрудно выполнить отдельно от прогноза валовых расходов на основании Закона Украины «О налогообложении прибыли предприятий». Строго говоря, амортизационные отчисления не относятся к валовым расходам, но для оценки важно, что, как и валовые расходы, начисленная за период амортизация уменьшает размер налогооблагаемой прибыли;

- прогноз расходов, связанных с обслуживанием заемного капитала; это обычно необходимо в случае, если предприятие на дату оценки уже использует заемный капитал или в случае, если получение прогнозируемых доходов предусматривает привлечение заемного капитала; следует помнить, что проценты по обслуживанию кредитов относятся к валовым расходам, то есть увеличивают себестоимость выпускаемой продукции, а погашение первоначальной суммы кредита осуществляется из прибыли после налогообложения;

г) прогноз прочих расходов.

В ряде случаев предприятие (или собственник для обеспечения нормального функционирования ононого) несет (или должны будут нести для реализации прогнозов) некоторые расходы, которые в соответствии с действующей нормативной базой не уменьшают размер налогооблагаемой прибыли, а оплачивается предприятием из прибыли после налогообложения.

В общем случае может возникнуть необходимость и в составлении прогнозов данных расходов. Условно они могут быть разделены на две большие группы:

- расходы «некапитального» характера, то есть которые не ведут к увеличению стоимости оборотных активов предприятия (например, часть расходов на рекламу, обучение персонала, штрафы, пени и пр.). В условиях Украины состав этих статей расходов может меняться достаточно динамично вслед за изменениями нормативной базы;

- расходы «капитального» характера, которые ведут к увеличению стоимости оборотных активов предприятия и могут быть, в свою очередь, отнесены к следующим трем категориям: расходы, необходимые для увеличения объемов производства и реализации продукции в будущем (например, расходы по приобретению и введению в эксплуатацию новых основных фондов); расходы, необходимые для сохранения существующих объемов производства и реализации продукции (например, часть расходов на ремонт основных фондов, которая не может быть отнесена к валовым расходам); расходы, никак не влияющие на объемы производства и реализации продукции, но необходимые с точки зрения соблюдения требований существующей нормативной базы (например, экологических, охраны труда и т.д.);

д) прогноз потребности в дополнительном оборотном капитале.

В ряде случаев, составляя прогноз доходов и расходов, необходимо учесть тот факт, что при увеличении объемов производства продукции в натуральном выражении предприятию одновременно понадобятся дополнительные оборотные средства. Данная сумма зависит от: увеличения объема производства; оборачиваемости оборотных средств на предприятии или длительности технологического цикла.

Техники определения подобных сумм могут быть разными; наиболее приемлемыми являются:

- наблюдаемые соотношения между валовым доходом и валовыми расходами;

- соотношения прогнозных балансов; для периодов времени t и $t+1$ может быть построен прогноз значений оборотного капитала и разница этих двух значений даст характеристику потребности в дополнительном оборотном капитале.

Возможно существование и других техник определения потребности в оборотном капитале, основным критерием применимости которых является логическая и экономическая обоснованность;

е) прогноз потребности в заемном капитале.

Если получение предполагаемых доходов предусматривает привлечение заемного капитала, возникает необходимость в составлении прогноза движения заемных средств, которые предусматривает следующее:

- анализ принципиальной возможности привлечения заемного капитала (если таковая отсутствует, то, соответственно, и выполненный ранее прогноз доходов несостоятелен и нуждается в пересмотре);

- составление прогнозов направления, сроков использования и используемых заемных средств; периодических расходов, связанных с обслужива-

¹ Теоретически доказано, что такое деление затрат не объективно и не имеет экономического смысла; это надо учитывать при проведении такого анализа.

нием основной суммы заемного капитала; графика возврата основной суммы заемного капитала.

Процедура 4. Расчет измерителей дохода

Под доходом при оценке бизнеса могут подразумеваться следующие виды измерителей дохода:

- 1) *валовой доход* от реализации продукции за вычетом косвенных налогов (GI);
- 2) *доход до вычета амортизации*, налога на прибыль и процентов по обслуживанию заемного капитала ($EBIDT$);
- 3) *операционный доход* (OI);
- 4) *доход до вычета налога на прибыль* и процентов по обслуживанию заемного капитала ($EBIT$);
- 5) *прибыль до вычета налога на прибыль* (GP);
- 6) *прибыль после вычета налога на прибыль* (NP); этот измеритель дохода может быть рассчитан так:

$$NP = GP - IT = GI - BP - A - IT, \quad (4)$$

где BP – валовые расходы, связанные с производством и реализацией продукции;

A – амортизационные отчисления на производственные основные фонды и нематериальные активы;

IT – размер налога на прибыль;

- 7) *брутто денежный поток* (CF); этот измеритель дохода может быть рассчитан так:

$$CF = NP + A = GI - BP - IT. \quad (5)$$

Его существование связано с тем, что, в отличие от всех статей валовых расходов, средства на покрытие которых действительно «уходят» с предприятия, амортизационные отчисления являются как бы «фиктивными расходами» – их величина уменьшает налогооблагаемую прибыль, но эти суммы не уходят с расчетного счета предприятия;

- 8) *чистый денежный поток на инвестированный капитал* ($NCF_{\text{фик}}$); этот измеритель дохода может быть рассчитан так:

$$NCF_{\text{фик}} = NP^* + A - KB - AOK, \quad (6)$$

где NP^* – прибыль после вычета налога на прибыль, не учитывающая платежей по обслуживанию заемного капитала;

KB – капитальные вложения за соответствующий период;

AOK – увеличение потребности в оборотном капитале за соответствующий период;

- 9) *чистый денежный поток на собственный капитал* ($NCF_{\text{ск}}$); этот измеритель дохода может быть рассчитан так:

$$NCF_{\text{ск}} = NP + A - KB - AOK + AD, \quad (7)$$

где AD – увеличение суммы заемного капитала (как правило, долгосрочного, то есть сроком более чем

на 1 год), отягощенного выплатой процентов за пользование первоначальной суммой долга.

Общий подход к выбору измерителей заключается в следующем: NP может быть приемлемым для оценки измерителем дохода только в тех редких случаях, когда оцениваемое предприятие не является фондоемким, то есть размер амортизационных отчислений, начисленных за определенный период, значительно меньше размера прибыли после налогообложения, полученной за тот же период и расходы, которые необходимо понести из прибыли после налогообложения для обеспечения нормального функционирования предприятия также незначительны. Если предприятие фондоемкое, но не несет существенных расходов из прибыли после налогообложения, а объемы производства и реализации продукции остаются относительно постоянными, то может быть использован и CF . Если же расходы из прибыли после налогообложения достаточно велики, то необходимо использовать $NCF_{\text{ск}}$ и $NCF_{\text{фик}}$.

В самом общем случае $NCF_{\text{ск}}$ является наиболее «универсальным», а потому, по мнению большинства ведущих оценщиков, самым предпочтительным измерителем дохода. Это (в не совсем явном виде, но тем не менее) зафиксировано и в Международных стандартах оценки (TVS).

Расчет соответствующего измерителя дохода выполняется для каждого из соответствующих календарных периодов, входящих в период прогнозирования.

Дополнительно необходимо отметить следующее. Очевидно, что те же принципы построения измерителей дохода могут быть использованы и для оценки предприятий, «выпадающих» из общей системы налогообложения – NCF учитывает не налог на прибыль, а единый налог.

Процедура 5. Определение ставки дисконта и нормы капитализации

Основные принципы учета риска

Общеизвестно, что стоимость предприятия определяется как способностью предприятия приносить доход, так и риском, связанным с получением этого дохода¹.

Под риском в контексте оценки понимается состояние неопределенности, в котором пребывает инвестор относительно финансового результата инвестиций. Многие из обстоятельств, определяющих финансовый результат, являются в момент совершения инвестиции неопределенными. Например, будущее: объем спроса, уровень инфляции, стоимость потребляемых ресурсов и др.

Обычно риск, связанный с инвестированием средств в конкретное предприятие, делится на 2 составляющие:

¹ Методов оценки рисков достаточно много, кроме рассматриваемого можно рекомендовать метод, разработанный автором настоящего исследования и приведенный в его научных публикациях.

а) *риск рынка капиталов* (систематический риск). Эта составляющая риска приблизительно одинаково присуща всем возможным объектам инвестирования. Она описывает состояние неопределенности относительно общих экономических условий хозяйственной деятельности, изменений нормативной базы, монетарной и фискальной политики государства в целом, будущей инфляции и других факторов, которые влияют одновременно на все предприятия;

б) *специфический риск*, характерный для конкретного предприятия (несистематический или случайный). Эта составляющая описывает состояние неопределенности относительно явлений, влияющих на конкретное предприятие, таких как развитие новых продуктов, масштабы бизнеса, качество управления им, степень диверсификации по регионам, потребителям и продукции, другие факторы, специфические для данного предприятия.

В свою очередь факторы специфического (случайного) риска могут быть разделены на следующие три категории:

- бизнес-риск, характерный для всех предприятий отрасли в целом; зависит от технологического развития отрасли, уровня конкуренции, конъюнктуры рынка и колебаний объемов продаж, устойчивости и предсказуемости цен на потребляемые ресурсы, соотношения между постоянными и переменными расходами, потребностей в маркетинговых усилиях и т.д.;

- финансовый риск – зависит от суммы привлеченного заемного капитала, ставок по его обслуживанию, соотношения заемного и собственного капитала;

- дополнительные риски – зависят от требований к качеству управления предприятием, масштаба бизнеса, других факторов, не вошедших в предыдущие категории; сюда же обычно относят «риск низкой ликвидности» – риск потерь в случае ликвидации предприятия.

Очевидно, что, чем больше величина риска, связанного с получением дохода от предприятия (риска неполучения ожидаемого дохода), тем ниже (при прочих равных условиях, в первую очередь – размерах дохода) стоимость предприятия.

Эта простая закономерность находит свое выражение в т.н. принципе «отвращения инвесторов к риску». Суть его заключается в следующем: инвестор, вкладывая капитал в предприятие, приносящее доход, согласен рисковать, но в качестве компенсации за этот риск «требует» для себя соответствующее вознаграждение в виде относительно большей нормы прибыли на инвестиционный капитал. То есть, инвестируя определенную сумму в предприятие с определенной степенью риска, инвестор рас-

считывает получить за каждый период доход на каждую единицу инвестированной суммы тем больший, чем больше эта степень риска. Строго говоря, насколько увеличение дохода на единицу за период должно соответствовать увеличению степени риска, каждый инвестор определяет сам для себя. Но с точки зрения оценки при определении рыночной стоимости конкретного объекта необходимо исходить из представлений о риске – и соответствующей ему компенсации в виде увеличения нормы дохода – типичного для данного рынка инвесторов, при определении инвестиционной стоимости – из представлений конкретного инвестора¹.

Исходя из вышеизложенного, по своему экономическому смыслу ставка дисконта является минимально необходимой нормой дохода на капитал (нормой прибыли), которую инвестор считает достаточной компенсацией уровня риска, связанного с инвестированием капитала в данное предприятие. При этом очевидно, что ставка дисконта зависит как от объекта, в который инвестируются средства, так и от представлений инвестора о риске инвестирования и о необходимой соответствующей компенсации в виде дополнительной нормы дохода на капитал (нормы прибыли).

Также очевидно, что в общем случае инвестор имеет, как минимум, две альтернативы инвестирования капитала:

1) в финансовые инструменты, характеризующиеся минимальной (но не нулевой!) нормой прибыли и при этом минимальной степенью риска;

2) в конкретное (например, оцениваемое) предприятие, характеризующиеся определенной нормой прибыли и соответствующей степенью риска.

Разница между необходимой нормой прибыли для инвестиций в объект с относительно большим уровнем риска и нормой прибыли (но опять-таки не нулевой) для инвестиций в объект с практическим нулевым уровнем риска называется «премией за риск инвестирования» в объект с большим уровнем риска.

Методы определения ставки дисконта

– *метод суммирования (кумулятивного построения)*. Суть метода заключается в том, что, решая вопрос об инвестировании средств в конкретное предприятие, инвестор анализирует отличие в риске по сравнению с безрисковым вариантом инвестирования, который также доступен для инвестора и может рассматриваться им в качестве альтернативы. За принятие на себя каждого из дополнительных рисков инвестор требует дополнительное вознаграждение в виде прибавки к норме прибыли по безрисковым инвестициям.

В общем виде базовая формула метода в западной практике имеет следующий вид:

¹ Здесь имеется в виду систематические риски.

$$Y = R_f + (R_n - R_f) + C_s = R_f + R_E + C_s, \quad (8)$$

где Y – ставка дисконта;

R_f – базовая ставка – норма прибыли по безрисковым инвестициям (в развитых странах – обычно норма прибыли по государственным ценным бумагам);

R_n – средняя норма дохода на рынке капиталов; в развитых странах рассчитывается для портфеля ценных бумаг, который условно имеет характеристики доходности и риска, близкие к соответствующим характеристикам рынка в целом и изменение цены бумаг, входящих в данный портфель, отражает общую ситуацию на данном рынке финансовых активов (влияние специфических рисков на доходность и стоимость всего портфеля нивелируется количеством предприятий, ценные бумаги которые входят в данный портфель).

$RE = (R_n - R_f)$ – премия за риск рынка капиталов (случайный риск);

C_s – премия за специфические риски.

В условиях Украины на применимость метода накладываются некоторые ограничения: отсутствует вариант инвестиций в ценные бумаги, которые могут быть признаны «безрисковыми», невозможно получить корректную информацию о норме дохода на рынке капиталов (в развитых странах в качестве источника информации для определения премии за риск рынка капиталов используют обобщение результатов длительных (более 65 лет) статистических наблюдений за доходностью 500 крупнейших и средних фирм (индекс S&P 500), акции которых активно котируются на рынке капиталов).

Тем не менее, данный метод является наиболее популярным в Украине, и схема его использования приобретает вид, приведенный ниже.

Под выбором решения в условиях рынка понимают ситуацию, когда результат заранее в точности не может быть известен, но существует информация о вероятностных распределениях возможных последствий. Под прямыми и проектными инвестиционными рисками обычно понимают опасность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов. Прирост ожидаемого дохода, который компенсирует потери, вызванные возрастанием риска, называют премией за риск.

Риск является субъективной категорией, и качественная оценка его разными инвесторами может быть различной. При определении рыночной стоимости объекта доходной недвижимости необходимая ставка дисконта отражает количественные оценки риска, свойственные не спекулятивному сегменту сектора прямых инвестиций рынка капитала с позиций типичного инвестора. При анализе проектных и прямых инвестиционных рисков типичными инвесторами в развитых рыночных экономиках при-

нято использовать критерии Берлимера, математическая интерпретация которых в терминах за риск приводит к модели кумулятивного построения ставки дисконта.

Критерий Берлимера предусматривает следующее:

- потери от риска независимы друг от друга;
- потеря по одному направлению из «портфеля рисков» не увеличивает вероятность потери по другому (за исключением случаев форс-мажора);
- максимально возможный ущерб не должен превышать финансовых возможностей инвестора.

Математическая запись этого подхода в общем случае выглядит так:

$$r = r_f + r_s + r_n, \quad (9)$$

где r – ставка дисконта (норма дохода на собственный капитал); r_f – безрисковая ставка для данной страны; r_s – премия за систематические инвестиционные риски; r_n – премия за несистематические инвестиционные риски.

В практике, сложившейся в Украине, в качестве безрисковой ставки принято использовать средневзвешенную ставку по депозитам для юридических лиц в банках с высоким рейтингом в \$ сроком на год.

Метод кумулятивного построения индивидуальной ставки дисконта для оцениваемого объекта отличается от вышеприведенной модели тем, что к безрисковой ставке прибавляется сумма премий за отдельные риски, относящиеся именно к данному проекту. Формулу для индивидуальной ставки дисконта r тогда выглядит так:

$$r = r_f + \sum_{i=1}^n r_i, \quad (10)$$

где r_i ($i=1, \dots, n$) – множество учитываемых в данном проекте факторов риска (табл. 1).

Поскольку измерители дохода, описанные выше, являются измерителями дохода на посленалоговой основе, то есть уже «очищены» от налога на прибыль, то и ставка дисконта должна являться нормой прибыли на посленалоговой основе. Поэтому, на практике, значение нормы дохода по валютным депозитам корректируется на 0,7.

Такая интерпретация метода не вполне соответствует классической базовой формуле: составляющая R_n в явном виде отсутствует; ее составляющие неявно входят в состав других премий за риски, которые, таким образом, компенсируют как систематические, так и несистематические составляющие риска.

Основное достоинство этого метода: приближенность модели к способу анализа потенциального покупателя и возможность не формализовано учесть специфику оцениваемого предприятия. Недостатки этого метода: относительная субъективность оценок и, с точки зрения недобросовестного оценщика, большой простор для спекуляций; ограниченная возможность обоснования оценок наблюдаемыми фактами;

– метод оценки капитальных активов (САРМ).
Базовая формула метода очень похожа на классическую формулу и имеет вид:

$$Y = R_f + \beta(R_n - R_f) + C_s = R_f + \beta R_E + C_s, \quad (11)$$

где β – коэффициент чувствительности.

Таблица 1

Тип факторов риска и его величины

Безрисковая (базовая) ставка	Диапазон премий, %
Различные премии в условиях инвестирования (определяется на основании оценок необходимой компенсации за относительно более длительный срок инвестирования и относительно большую сумму инвестиций, порождающую невозможность диверсификации риска – случайный риск)	0 – 5%
Качество менеджмента и возможность его повышения, наличие или отсутствие «ключевой фигуры»	0 – 5%
Масштаб предприятия	0 – 5%
Финансовая структура инвестированного капитала	0 – 5%
Продуктовая и географическая диверсификация рынка	0 – 5%
Диверсификация по потребителям (в смысле независимости от одного или двух покупателей)	0 – 5%
Маржа и прогнозируемость дохода на предстоящий период	0 – 5%
Другие специфические риски	0 – 5%
Премия за относительно низкую ликвидность вложений	3 – 7%
Всего норма дохода	Сумма

Отличие от метода суммирования заключается в том, что ранее предполагалось, что премия за риск рынка капиталов одинакова для всех предприятий. Оказывается, что факторы систематического риска действительно действуют на все предприятия, но на разные предприятия и влиять они могут по-разному. Чтобы учесть чувствительность конкретного оцениваемого предприятия к влиянию факторов систематического риска и вводится коэффициент β . Фактически он отражает ретроспективную динамику зависимости нормы дохода по акциям оцениваемого предприятия от средней нормы дохода на рынке капиталов.

Основной недостаток этого метода: отсутствие сформировавшегося фондового рынка делает прямое использование метода затруднительным, а использование β , рассчитанное на основании данных других стран, явно не ведет к повышению точности расчетов.

Другие широко известные методы определения ставок дисконта (метод дисконтирования дивиденда, метод экстракции, арбитражная модель) в еще большей степени основываются на данных развитого фондового рынка, поэтому в условиях Украины большого распространения не получили;

– метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC). Метод основан на предположении, что, в случае, если предприятие в значительной сте-

пени использует заемный капитал, общая норма прибыли по инвестициям в данный объект должна удовлетворять как инвестора, так и кредитора. Ставка дисконта для инвестиционного капитала определяется как средневзвешенное (Y_{wacc}):

$$Y_{wacc} = Y_E \frac{E}{E + D} + i \cdot (1 - Tax) \cdot \frac{D}{E + D}, \quad (12)$$

где Y_E – ставка дисконта (норма прибыли) на собственный капитал инвестора; определяется обычно любым из вышеперечисленных методов;

E – рыночная стоимость собственного капитала инвестора;

D – рыночная стоимость заемного капитала;

i – ставка процента по обслуживанию заемного капитала (как норма прибыли кредитора);

Tax – ставка налога на прибыль; множитель $(1 - Tax)$ используется в том случае, когда и измерители дохода, и нормы прибыли определяются на посленалоговой основе («очищены» от налога на прибыль).

Очевидно, что WACC подразумевает использование процедуры итерации. В самом простом случае D – это сумма заемного капитала на дату оценки, но могут быть и другие альтернативы.

Областью применения этого метода: в большинстве случаев и целью оценки является определение стоимости не всего капитала, инвестированного

в предприятие, а именно собственного капитала инвестора. Оказывается, для этого могут быть использованы два относительно независимых подхода:

а) в качестве измерителя дохода используется чистый денежный поток на собственный капитал ($NCF_{ск}$), в качестве ставки дисконта – ставка дисконта (норма прибыли) на собственный капитал инвестора (YE); тогда текущая стоимость, получаемая в результате подобных расчетов – это оценка рыночной стоимости собственного капитала;

б) в качестве измерителя дохода используется чистый денежный поток на инвестированный капитал ($NCF_{ук}$) в качестве ставки дисконта – ставка дисконта, определенная методом средневзвешенной стоимости капитала (то есть норма прибыли на весь инвестированный капитал, Y_{wacc}); тогда текущая стоимость, получаемая в результате подобных расчетов – это оценка рыночной стоимости инвестированного капитала. Далее из этой величины необходимо вычесть остаток заемного капитала (долга) на дату оценки и то, что останется – оценка рыночной стоимости собственного капитала инвестора в оцениваемом предприятии.

Оба подхода являются достаточно равноправными. Какой из подходов выбирать – оценщик решает самостоятельно, исходя из специфики предприятия, наличия и доступности необходимой информации, наконец, своего опыта.

Методы определения нормы капитализации

Как уже было сказано выше, прямая капитализация в чистом виде применяется при оценке действующего предприятия нечасто. Из наиболее применимых методов определения нормы капитализации необходимо отметить:

а) *метод экстракции* – использует информацию о сделках с акциями предприятий-аналогов и информацию о хозяйственной деятельности предприятий-аналогов;

б) *метод, основанный на взаимосвязи ставки дисконта и нормы капитализации* – чаще всего в виде метода Гордона, когда ожидается, что серия денежных потоков будет достаточно долго изменяться в геометрической прогрессии, а срок оставшейся экономической жизни предприятия близок к условно бесконечному.

Процедура 6. Определение терминальной стоимости

Можно выделить два основных подхода к определению терминальной стоимости:

а) в случае, когда ожидаемый доход, приносимый объектом собственнику, будет достаточно стабильным (или стабильно меняющимся) в течение целого ряда периодов после окончания прогнозного периода владения объектом для инвестора (период прогнозирования, характеризующийся n), терминальная стоимость определяется обычно методом

прямой капитализации. Капитализируется соответствующий измеритель дохода за $(n+1)$ -й период (для него обычно составляют отдельный прогноз, который, в частности, требует некоторого «усредненного» прогноза капитальных вложений и, возможно, пополнения оборотного капитала). В качестве нормы капитализации используется ставка дисконта либо норма капитализации, определенная методом Гордона;

б) если оценщик убежден, что по объективным причинам предприятие имеет достаточно ярко выраженный оставшийся срок экономической жизни, то лучшим (но не самым простым) выходом будет увеличение прогнозного периода владения до окончания срока экономической жизни и определение терминальной стоимости как стоимости поступлений от ликвидации активов предприятия. Для этого, как минимум, нужно составить прогноз перечня активов, которые останутся в составе предприятия на момент ликвидации, их состояния и, соответственно, стоимости, по которой они смогут быть реализованы на рынке по окончании периода прогнозирования.

Процедура 7. Определение стоимости комплекса операционных активов

Все величины, определенные ранее, подставляются в соответствующие модели и измерители дохода приводятся к текущей стоимости.

Процедура 8. Определение стоимости предприятия

Результаты, полученные в рамках Процедуры 7 увеличиваются на стоимость неоперационных активов (см. Процедуру 1). При необходимости стоимость корректируется на сумму долга.

Заключительные замечания. Классическая модель дисконтирования денежных потоков предусматривает поступление средств в конце каждого из периодов дисконтирования. Это, возможно, справедливо при оценке объектов недвижимости, но никак не соответствует модели действующего предприятия. Очевидно, что оплата за готовую продукцию поступает на расчетный счет предприятия чаще всего не один раз в году (в конце года) и даже не один раз в квартал. Значительно более логичным представляется рассматривать вариант «размазанности» как поступлений, так и расходов денежных средств равномерно по всему соответствующему периоду дисконтирования.

Чтобы учесть влияние этого фактора на стоимость объекта оценки, обычно используют два альтернативных приёма:

а) предполагаемый период владения разбивается не на годы, а на более короткие периоды дисконтирования (полугодие, квартал) для каждого составляется свой прогноз измерителя дохода и приводится к текущей стоимости;

б) используется, так называемая «среднегодовая конвенция дисконтирования» (или «дисконтирование на середину периода), в рамках которой предполагается, что годовой доход поступает не в конце соответствующего периода дисконтирования, а в середине и, таким образом:

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{CF_i}{(1+Y)^{i-0,5}} + \frac{FVRe}{(1+Y)^n} \quad (13)$$

Резюмируя сказанное, можно сделать следующий вывод. Был проведен анализ применения доходного подхода к оценке стоимости банковского бизнеса как наиболее оптимального. В результате проведенного исследования раскрыто содержание анализа и оценки финансового состояния банковской структуры, проведен анализ и сравнительная характеристика общепринятых методов и способов оценки бизнеса, а также рассмотрены некоторые особенности анализа и оценки финансового состояния банковской структуры с помощью доходного подхода. В дальнейшем исследовании необходимо найти оптимальную методику оценки бизнеса, учитывающую специфику оценки банковского бизнеса с дальнейшей её адаптации к современным условиям.

Выводы. Исследование объективности, эффективности и оптимальности оценочных процедур, что сделано выше, позволяет улучшить саму методологию оценки стоимости бизнеса. К сожалению, на эту проблему в научных исследованиях и в практической деятельности почти не обращается внимание. В настоящее время научный подход к оценке стоимости бизнеса настолько усложнился (с целью достижения наиболее эффективных результатов), что обойти вниманием данную проблему невозможно. Аналогичные исследования позволяют прийти к новому пониманию вопроса о стоимостно-ориентированной экономике, являющейся краеугольным камнем эволюционной теории экономики, функционирующей в настоящее время.

Литература

1. Баграмян Г. Кризис и регулирование финансовой системы: уроки и перспективы / Г. Баграмян, И. Кравченко // Вестник Национального банка Украины. – 2009. – №11. – С. 19-23. 2. Мищенко В. И. Ликвидность банковской системы Украины / В. И. Мищенко, А.В. Солик // Центр научных исследований Национального банка Украины — 2008. – №12. – С. 180. 3. Нанетова И.А. Анализ финансово-хозяйственной деятельности: учеб. пособие / И.А. Нанетова – М.: Форум-Инфра, 2004. – 128 с. 4. Основные монетарные параметры денежно-кредитного рынка

Украины // Вестник Национального банка Украины. – 2008. – №11. – С. 19-23. 5. Папера М. Мировой финансовый кризис и его последствия для банковской системы Украины / М. Папера // Вестник Национального банка Украины. – 2009. – №11. – С. 28-33. 6. Сухова Л.Ф. Практикум по анализу финансового состояния и оценке кредитоспособности банка-заемщика / Л.Ф. Сухова. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 152 с. 7. Черкасов В.Е. Финансовый анализ в коммерческом банке / В.Е. Черкасов. – М.: Инфра, 1995 – 75 с. 8. Национальный банк Украины [Электронный ресурс]: официальный сайт. – Режим доступа: // www.bank.gov.ua.

Лернер Ю. І. Послідовність оцінки вартості бізнесу для банківської структури на основі дохідного підходу

Докладно розглянуто вживані та модернізовані різними авторами (у тому числі і автором цього дослідження) процедури оцінки вартості бізнесу підприємства, що дозволило розробити більш ефективні та об'єктивні методи цієї оцінки, обліку, нормування, контролю і забезпечення оптимального розміру вартості бізнесу цього підприємства.

Ключові слова: дохідний підхід, метод капіталізації, ризики, доходи, витрати.

Лернер Ю. И. Последовательность оценки стоимости бизнеса для банковской структуры на основе доходного подхода

Рассмотрены подробно применяемые и модернизированные различными авторами (в том числе и автором настоящего исследования) процедуры оценки стоимости бизнеса предприятия, что позволило разработать более эффективные и объективные методы этой оценки, учета, нормирования, контроля и обеспечения оптимальной величины стоимости бизнеса этого предприятия.

Ключевые слова: доходный подход, метод капитализации, риски, доходы, расходы.

Lerner Yu. The sequence of business valuation for banking structures based on the income approach

Consider the details used and upgraded by various authors (including the author of this study) procedures for assessing the value of a business enterprise that has allowed to develop a more efficient and objective methods of assessment, accounting, valuation, monitoring and ensuring the optimal value of the enterprise value of the business.

Keywords: income approach, the method of capitalization, risk, income, expenses.

Стаття надійшла до редакції 01.02.2016

Прийнято до друку 27.04.2016