

***С. Н. Говейко***

*Гомельский государственный университет им. Ф. Скорины, г. Гомель, Беларусь*

## **ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ: ЗАРУБЕЖНЫЙ ОПЫТ**

Исследуются основные подходы к оценке у зарубежных специалистов. Рассмотрены наиболее распространенные методы оценки применительно к малым и средним предприятиям с целью их использования в отечественной практике.

В зарубежной практике используется множество различных подходов к анализу и оценке стоимости и структуры компаний, их активов, бизнеса в целом. Существующие за рубежом теории оценки стоимости предприятий и их активов имеют многовековую историю.

В частности, правила экспертной оценки предприятий по продажной стоимости были разработаны известным немецким ученым – математиком Г. Лейбницем еще в XVIII веке.

Первые упоминания об оценке как методе бухгалтерского учета и рекомендации по его использованию при учете в продажных ценах и по себестоимости появились еще раньше – в XVI веке в трудах основоположников бухгалтерского учета Л. Пачоли и А. ди Пиетро[1, с. 46].

Иногда среди специалистов возникает мнение о том, что профессиональная оценка не является самостоятельной областью научных знаний, поскольку для ее осуществления используются различные методы, сформированные в рамках других наук: учетные оценки – заимствованы из бухгалтерского учета, финансовые – из теории финансов, рыночные – из макроэкономики и т.д. Возможно, с этим и можно было согласиться, однако именно благодаря данному направлению научных знаний были обобщены различные методы оценки, применяемые в математике, естественных, экономических науках, и выработаны практические рекомендации по их применению.

Применительно к каждому объекту оценки может возникать потребность в определении различных видов его текущей стоимости: восстановительной стоимости, стоимости восстановления, стоимости замещения, рыночной стоимости, ликвидационной стоимости, утилизационной стоимости и др.

На определение стоимости объекта влияет множество обстоятельств, в частности, интересы пользователей информации оценки, изменение стоимости денег во времени, геополитические факторы и многие другие. Например, изучение объекта по принципу эффективности использования (по отношению к процессу функционирования капитала) может происходить с различных сторон. В этом случае покупатель оценивает полезность объекта, относительную реальность стоимости по аналогам, возможность получения выгод

от объекта в будущем. Предприятие оценивает влияние приобретения на рост капитала и пропорциональность изменения факторов производства при приобретении объекта, а также возможность реализации объекта на рынке.

Определенного внимания заслуживают вопросы использования методов оценки предприятий. Существующие ныне за рубежом и в нашей стране методы оценки можно вписать в рамки более или менее объемных классификаций. В основе этих классификаций, как правило, находятся методологические, экономические, рыночные, временные, имущественные и другие признаки. Ниже проанализируем наиболее часто встречающиеся подходы к вопросам применения методов оценки у зарубежных специалистов.

Стоимость любой фирмы представляет собой приведенное значение ее будущих свободных денежных потоков, дисконтированных по средневзвешенной стоимости ее капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Изменения структуры капитала, меняющие процентное соотношение ее компонентов, будут оказывать влияние на риск и стоимость каждого вида капитала, а также на WACC в целом. Изменения структуры капитала могут также влиять и на свободные денежные потоки, влияя на решения менеджеров, связанные с формированием бюджета капитальных вложений, а также определяя затраты, связанные с банкротством и финансовым крахом. Таким образом, структура капитала оказывает воздействие как на свободные потоки денежных средств, так и на WACC, а следовательно, и на цены акций [2, с. 8].

Стоимость капитала для предприятия представляет экономическую стоимость привлечения и использования капитала в конкурентной среде, в которой инвесторы тщательно анализируют и сравнивают инвестиционные возможности.

Рассмотрим некоторые из используемых при этом основных понятий. Стоимость капитала – это ожидаемая ставка дохода, которую рынок требует для привлечения ресурсов, предназначенных для финансирования конкретной инвестиции. Стоимость базируется на ожиданиях инвестора. Уровень действительной доходности, сложившейся в прошлом, может быть пригоден для оценки стоимости капитала лишь в той степени, в какой она признается как вполне допустимая применительно к ожиданиям, сформировавшимся в расчете на будущие условия развития [3, с. 6]. Стоимость капитала зависит от инвестиции, а не от инвестора в том смысле, что она зависит в значительно большей мере от степени риска инвестиции, чем от склонности к риску самого инвестора. С экономической точки зрения стоимость капитала можно представить в качестве альтернативной стоимости, поскольку эта стоимость представляет, по существу, отказ от какой-либо иной, возможно более благоприятной, альтернативной инвестиции (эквивалентный риск при более высокой ожидаемой рентабельности или относительно меньший риск при той же ожидаемой отдаче). Концепция стоимости капитала базируется на принципе замещения – инвестор не будет инвестировать собственные ресурсы в определенный актив, если существует более привлекательный объект инвестирования. Стоимость капитала определяется рынком – это конкурентная норма доходности, доступная на рынке для сравнимой инвестиции (то есть инвестиции с эквивалентной степенью риска).

Наиболее важный момент сравнения – это риск, который характеризует уровень уверенности (или ее отсутствие) в том, что инвестору поступят ожидаемые доходы от предполагаемых инвестиционных затрат в намеченное время. Поскольку не всегда удается оценка риска непосредственно, то аналитик должен воспользоваться несколькими способами оценки риска, предполагающими обработку доступных рыночных данных (обычно характеризующими условия развития в отчетном периоде).

Каждый компонент структуры капитала компаний (заемный и собственный капитал) имеет свою стоимость. Для расчета стоимости капитала или ставки дисконтирования (коэффициента капитализации) применительно к конкретной инвестиции можно использовать несколько методов. Некоторые из наиболее распространенных методов следующие:

– кумулятивный метод (BUM – Build-Up Method);

- метод оценки капитальных активов (CAPM – Capital Assets Pricing Model);
- модифицированный метод оценки капитальных активов (MCAPM – Modified Capital Assets Pricing Model);
- метод средневзвешенной стоимости капитала (WACC – Weighted Average Cost of Capital);
- метод соотношения цена/доходы (Price/Earnings Method).

Кумулятивный метод часто используется аналитиками, которые работают с малыми или средними фирмами. В кумулятивном методе ставка дисконтирования рассчитывается путем суммирования аналитиком оценок систематических и несистематических рисков, связанных с той или иной изучаемой компанией или с долей собственности в ней. Наиболее широко используемая методика расчета ставки доходности в рамках этого подхода использует четыре или пять исходных элементов расчета плюс, по меньшей мере, один элемент, основанный на эмпирических данных.

Основная формула традиционной кумулятивной модели такова:

$$E(R_i) = R_f + R_{Pm} + R_{PS} + R_{PU}, \quad (1)$$

где  $E(R_i)$  – ожидаемая (требуемая рынком) норма доходности на ценную бумагу;  $R_f$  – норма доходности безрисковых ценных бумаг на дату оценки;

$R_{Pm}$  – рыночная премия за риск приобретения акций;

$R_{PS}$  – надбавка за риск, учитывающая малый размер фирмы;

$R_{PU}$  – надбавка за риск для конкретной компании, что и означает учет дополнительного несистематического риска.

Объем настоящей статьи не позволяет подробно остановиться на других методах, но по итогам сравнительного анализа существующих в мировой практике подходов и методов к оценке рыночной стоимости действующих предприятий можно отметить следующее:

- рыночный подход дает наиболее объективную оценку рыночной стоимости предприятия, но при этом, требует значительного объема качественной исходной информации, и при ее несоответствии этим требованиям объективность оценок стоимости существенно снижается;

- затратным подходом можно получить достоверную оценку рыночной стоимости, так как он опирается на информацию о реально существующих активах предприятия, но ее объективность вызывает сомнения в отношении предприятий, обладающих устаревшими активами, но при этом приносящих устойчивый доход собственнику;

- доходный подход оценивает самый ценный для собственника предприятия актив – его доходы, так как целевой функцией создания и функционирования предприятия является извлечение прибыли, тем не менее, в условиях нестабильности существует высокая погрешность в прогнозных расчетах его будущих доходов и, соответственно, итоговых оценок его стоимости.

Выбор приемлемой методики оценки на практике должен осуществляться оценщиком в рамках конкретной ситуации исходя из целей и функций оценки, особенностей объекта оценки, представленной информации и др. факторов.

### Литература

1. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскинда-ров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербаква. – М.: ИНТЕРПРЕКЛАМА, 2014. – 544 с.
2. John Burr Williams, the Theory of Investment Value. Harvard University Press 1938; 1997 reprint, Fraser Publishing.

3. Балакин В.В. Факторы, влияющие на стоимость предприятий [Электронный ресурс]. – URL.: <http://www.cons-s.ru/articles/7> (дата доступа: 26.09.2017).

РЕПОЗИТОРИЙ ГГУ ИМЕНИ Ф. СКОРИНЫ