**6. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ**

В процессе оценки часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% акций (паев) предприятия, а лишь конкретного пакета (пая). Здесь необходимым становится определение влияния на стоимость пакета следующих факторов: какой – контрольной или неконтрольной (миноритарной) – является доля оцениваемого пакета; каково воздействие на эту стоимость степени ликвидности акций предприятия и др.

Оценщику при выведении итоговой величины стоимости нужно знать: какие поправки и в каком объеме использовать. В каждом конкретном случае это зависит, во-первых, от того, какая доля владения акциями оценивается. Она может быть неконтрольным (миноритарным) или контрольным пакетом. Степень контроля влияет на стоимость оцениваемой доли, поэтому очень важно определить стоимость контроля. Во-вторых, размер скидки или премии обусловлен методами оценки.

При нахождении стоимости владения контрольным пакетом используются методы: дисконтированных денежных потоков, капитализации доходов, сделок, стоимости чистых активов и ликвидационной стоимости.

Методы доходного подхода позволяют рассчитать стоимость контрольного пакета так:

* выражают цену, которую инвестор заплатил бы за владение предприятием;
* расчет денежных потоков базируется на контроле за решениями администрации относительно хозяйственной деятельности предприятия.

При использовании **методов имущественного подхода** получается сто­имость контрольного пакета акций, поскольку только владелец контрольно­го пакета может определять политику в области активов: приобретать, ис­пользовать или продавать (ликвидировать) их.

При расчете по **методу сделок** получают величину оценочной стоимос­ти на уровне владения контрольным пакетом, так как этот метод основан на анализе цен контрольных пакетов акций сходных компаний.

С помощью **метода рынка капитала** определяется стоимость владения неконтрольным (миноритарным) пакетом, а именно стоимость свободно реализуемой меньшей доли, потому что при этом методе применяется информация о котировках акций на фондовых рынках. Если оценщику нуж­но получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Дм получения же стоимости миноритарного пакета из стоимости конт­рольного пакета, рассчитанной методами доходного, имущественного под­ходов, методом сделок, необходимо вычесть скидку за неконтрольный ха­рактер.

В-третьих, в определении скидки или премии играет роль тип акцио­нерного общества. Традиционно в странах с рыночной экономикой функци­онируют акционерные общества двух типов: закрытые и открытые. Эти общества выпускают акции, за счет чего формируют собственный капитал. Разница между открытыми и закрытыми акционерными обществами сво­дится к следующему: закрытые имеют право распределять акции только среди учредителей и акции могут продаваться третьим лицам лишь с согла­сия большинства акционеров. Акции только открытых акционерных обществ могут находиться в свободном обращении.

Если определяется стоимость меньшей доли закрытой компании с по­мощью методов дисконтированных денежных потоков, капитализации до­ходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости и метода сде­лок, то необходимо вычесть скидку за неконтрольный характер и обязатель­но скидку за недостаточную ликвидность. Если же стоимость рассчитывается по методу рынка капитала, то вычитается только скидка за недостаточную ликвидность (рис. 7.1).

**Премия за контроль** представляет собой стоимостное выражение пре­имущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отра­жает дополнительные возможности контроля над предприятием (по срав­нению с меньшей долей, т.е. владением миноритарным пакетом акций).

**Скидка за неконтрольный характер** – величина, на которую умень­шается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета ак­ций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера.

Метод сделок

Метод дисконтированных денежных потоков

Метод капитализации доходов

Метод стоимости чистых активов

Метод ликвидационной стоимости

СТОИМОСТЬ 100% КОНТРОЛЯ

Скидка за неконтрольный характер

Премия контроля

СТОИМОСТЬ СВОБОДНО РЕАЛИЗУЕМОЙ МЕНЬШЕЙ ДОЛИ

СТОИМОСТЬ МИНОРИТАРНОЙ ДОЛИ В ЗАКРЫТОЙ КОМПАНИИ

Метод рынка капитала

Скидка за недостаточную ликвидность

Рис. 6.1. Применение премий и скидок при определении стоимости долей

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше I стоимости владения (распоряжения) миноритарным пакетом. Это обуслов­ливают следующие основные элементы контроля:

1. Выборы Совета директоров и назначение менеджеров.
2. Определение вознаграждения менеджеров и их привилегий.
3. Определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса.
4. Принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компа­ниями.
5. Принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия.
6. Принятие решений об эмиссии.
7. Изменение уставных документов.
8. Распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов.
9. Принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании.

Вместе с тем необходимо иметь в виду, что на практике часто начинают действовать факторы, ограничивающие права владельцев контрольных па­кетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся: эф­фект распределения собственности, режим голосования, контактные огра­ничения, финансовые условия бизнеса.

**Эффект распределения собственности.** Например, все акции распре­делены между тремя акционерами. Два акционера владеют равными круп­ными пакетами, у третьего же пакет акций небольшой, однако именно он может получить премию за свой пакет сверх стоимости, пропорциональной его доле в капитале. Это связано с тем, что при голосовании его акции смогут «перевесить чашу весов» в ту или иную сторону. Еще пример: все акции компании распределены на несколько равных крупных пакетов, но пакеты не дают права полного контроля. Поэтому будет осуществлена скид­ка на неконтрольный характер, однако размер скидки будет меньшим, чем для миноритарного пакета, вообще не дающего никакого контроля. В ре­зультате сумма стоимостей пакетов будет меньше стоимости полного конт­роля, т.е. стоимости предприятия.

**Режим голосования.** В мировой практике используют некумулятивную и кумулятивную системы голосования при выборе Совета директоров.

Некумулятивная система здесь действует по принципу: один голос – одна акция за одного директора. Так, акционер имеет 500 голосующих акций, и избрать нужно пять директоров. Он обязан использовать сначала 500 голо­сов при голосовании за первого директора, потом 500 голосов – за второго и т.д. При некумулятивной системе голосования оказываются в выигрыше держатели контрольных пакетов.

При кумулятивной системе мелкие акционеры могут распределять го­лоса по своему усмотрению в любой пропорции, тем самым сконцентриро­вавшись на одной кандидатуре. Такая система голосования выгоднее дер­жателям миноритарных пакетов. В этом случае стоимость контроля, связан­ная со способностью избирать директоров, переходит миноритарным акционерам. Количество акций, требуемых для выбора одного директора при кумулятивной системе голосования:

Ка=Общее количество акций/(Общее количество директоров+1).

В российской практике нет законодательного ограничения для исполь­зования кумулятивной системы голосования.

**Контактные ограничения.** Если долговые обязательства компании су­щественны, то это может ограничивать дивидендные выплаты и т. д. Здесь часть стоимости премии за контроль теряется.

**Финансовые условия бизнеса.** Если финансовое положение компании неустойчивое, то многие права, связанные с контролем (например, право на покупку контрольных пакетов акций других компаний), становятся трудно­реализуемыми. В каждом конкретном случае необходимо провести анализ элементов контроля, и если какой-либо их них отсутствует, то стоимость контрольного пакета должна быть уменьшена. Напротив, если элементы контроля присутствуют у оцениваемого миноритарного пакета, то стоимость последнего должна быть увеличена.

**6.1. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ**

Существуют три основных подхода к оценке неконтрольных (минори­тарных) пакетов.

**Первый подход – «сверху-вниз».** Он включает три этапа:

1. Методами дисконтированных денежных потоков, капитализации
доходов, стоимости чистых активов, ликвидационной стоимости, а также
методом сделок оценивается стоимость всего предприятия.
2. Рассчитывается пропорциональная неконтрольному пакету часть
общей стоимости предприятия. Базовой величиной, из которой вычитается
скидка за неконтрольный характер пакета, является пропорциональная
данному пакету доля в общей стоимости предприятия, включая все права
контроля.
3. Определяется, а затем вычитается из пропорциональной доли скидка
на неконтрольный характер. На этом же этапе должно быть установлено:
насколько необходима и какова величина дополнительной скидки на
недостаточную ликвидность.

**Второй подход – «горизонтальный».** При таком подходе необязатель­но определять стоимость всего предприятия. Данные для оценки стоимости неконтрольного пакета можно взять из данных по продаже сопоставимых неконтрольных пакетов открытых компаний и осуществить расчет методом рынка капитала. В связи с тем, что данные по этим сделкам относятся к открытым компаниям, когда речь идет о закрытых компаниях, необходимо вычесть скидку за недостаточную ликвидность для определения стоимости неконтрольного пакета.

**Третий подход – «снизу-вверх».** В двух предыдущих подходах оцен­щик начинает расчет с какой-то величины (стоимости всего предприятия или стоимости сопоставимых неконтрольных пакетов), а затем вычитает из нее требуемые скидки, как бы идет вниз. В третьем подходе оценщик, на­против, начинает снизу, суммируя все элементы стоимости неконтрольного пакета.

Владелец неконтрольного пакета имеет два источника финансирования стоимости:

* прибыль, распределенную в форме дивидендов;
* выручку от продажи неконтрольного пакета.

Эти ожидаемые будущие выплаты рассматриваются оценщиком в каче­стве дисконтируемых будущих доходов, т.е. ожидаемые, прогнозируемые (по срокам и сумме) дивиденды и прогнозируемая (по срокам и сумме) вы­ручка от продажи в будущем миноритарного пакета берутся за основу де­нежного потока. По соответствующей ставке дисконта они приводятся к те­кущей стоимости, и затем определяется стоимость миноритарного пакета. Можно рассчитать иначе: при расчете основываться на прогнозе неограни­ченного во времени потока дивидендов без учета остаточной стоимости.

Недостаток же ликвидности у неконтрольных пакетов в закрытых ком­паниях может быть учтен двумя способами:

* через увеличение ставки дисконта;
* через расчет скидки за недостаточную ликвидность.

**6.2.** **ПРЕМИЯ ЗА КОНТРОЛЬ, СКИДКИ ЗА НЕКОНРОЛЬНЫЙ ХАРАКТЕР ПАКЕТА И ЗА НЕДОСТАТОЧНУЮ ЛИКВИДНОСТЬ**

При оценке контрольного пакета, если отсутствуют какие-либо отдель­ные элементы контроля, величина премии за контроль должна быть умень­шена на стоимость, приходящуюся на данные элементы. Напротив, если неконтрольному пакету акций присущи какие-то отдельные возможности элементов контроля, то это должно быть отражено в его стоимости. Рас­смотрим подробнее расчеты премий и скидок.

**Премия за контроль.** В зарубежной практике средние показатели пре­мий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзо­ре слияний компаний («Mergestat Review»). В нашей стране таких изданий, где бы отслеживались средние показатели премий за контроль по годам и отраслям, нет, поэтому, специалисты вынуждены ориентироваться на дан­ные зарубежных справочников (хотя это и не совсем корректно) или осуще­ствлять расчет самостоятельно. Премия за контроль, рассматривается, как процент превышения выкупной ценой рыночной цены акций продавца за пять (рабочих) дней до официального объявления о слияниях компаний. Ины­ми словами, это разница между ценой, выраженной в процентах, и ценой миноритарного свободно обращающегося пакета. Однако практика показы­вает, что в преддверии слияний курс акций начинает расти раньше, чем за пять дней до официального объявления о сделке. Подобное приводит к ис­кажению, точнее – к занижению премии за контроль. В связи с этим чаше всего отслеживают курс за период от двух месяцев до пяти (рабочих) дней. **Скидка за неконтрольный характер пакета.** Она является производ­ной от премии за контроль. Эта тенденция основана на эмпирических дан­ных. Скидка (в %) за неконтрольный характер (миноритарную долю)

Пс=1–(1/(1+Премия за контроль)).

Средняя премия за контроль колеблется в пределах 30-40%, скидка со стоимости за меньшую долю – около 23%. Хотя оценщик и ориентируется на эти данные, в целом он должен принять во внимание и проанализиро­вать все факторы, влияющие на величину премий и скидок в каждом конк­ретном случае.

**Скидка за недостаточную** ликвидность. Ликвидность – способность ценной бумаги быть быстро проданной и превращенной в денежные сред­ства без существенных потерь для держателей. Исходя из этого скидка за недостаточную ликвидность определяется как величина или доля (в %), на которую уменьшается стоимость оцениваемого пакета для отражения недо­статочной ликвидности. Высокая ликвидность увеличивает стоимость цен­ной бумаги, низкая – снижает по сравнению со стоимостью аналогичных, но легко реализуемых бумаг.

*Базовая величина,* из которой вычитается скидка за недостаточную лик­видность, – стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

Необходимо проанализировать факторы, увеличивающие и уменьшаю­щие размер скидки. Первая группа факторов включает:

* низкие дивиденды или невозможность их выплаты;
* неблагоприятные перспективы продажи акций компании или ее самой;
* ограничения на операции с акциями (например, законодательные ог­раничения свободной продажи акций закрытых компаний).

Ко второй группе факторов относятся:

* возможность свободной продажи акций или самой компании;
* высокие выплаты дивидендов.

Размер пакета акций относится к фактору, который может, как увели­чить, так и снизить скидку за недостаточную ликвидность. Степень контро­ля взаимосвязана со степенью ликвидности. Контрольный пакет акций требует меньшей скидки за недостаточную ликвидность, чем миноритар­ный.

Что же касается миноритарных пакетов акций закрытых компаний, то они менее ликвидны, чем миноритарные пакеты открытых. Это обусловле­но, во-первых, правом первого отказа, при котором акционер миноритарно­го пакета в случае продажи своих акций обязан предложить их компании; во-вторых, отсутствием права на разделение (отсутствием права на участие в продаже). Владельцы миноритарных пакетов при продаже акций не могут получить взамен на акцию такую же цену, как и владельцы контрольного пакета. Как правило, эта цена значительно ниже. Итак, когда оценивается миноритарный пакет акций в закрытых компаниях, то применяются скидки и на неконтрольный характер, и за недостаточную ликвидность.

В России 70-80% ценных бумаг относятся к закрытым акционерным обществам, поэтому риск ликвидности – один из самых распространенных на российском рынке. Анализ ликвидности предполагает также рассмотре­ние проблемы иерархии ценных бумаг по инвестиционным качествам, т.е. в зависимости от их привлекательности для инвесторов.

Облигации, привилегированные акции, обыкновенные акции различа­ются последовательностью возмещения денежных средств (если предприя­тие ликвидировано, то в первую очередь погашается задолженность по об­лигациям, затем – по привилегированным акциям и только в последнюю очередь – задолженность перед владельцами простых акций) и степенью гарантированности выплат. Проценты по облигациям выплачиваются неза­висимо от того, получило ли предприятие прибыль или нет.

Если нет прибыли, то проценты должны выплачиваться из резервного фонда. Привилегированные акции дают гарантированное право на диви­денды, но в случае, если компания имеет финансовые средства для выплат. Обычные акции не имеют гарантированных прав на выплату дивидендов. Платой за возрастание риска, понижение гарантии выплат и возмещение денежных ресурсов в случае банкротств является использование различных скидок на недостаточную ликвидность.

Наименьшая скидка – скидка по облигациям. У привилегированных ак­ций скидка за недостаточную ликвидность больше, чем по облигациям, но меньше, чем по обычным акциям.

Существует несколько методов определения скидки за недостаточную ликвидность. Отметим два наиболее интересных.

1. Показатель «цена компании/прибыль» для закрытой компании сравни­вается с таким же показателем для свободнообращающихся сопоставимых
акций на фондовых рынках.
2. Оценивается стоимость регистрации акций и брокерских комиссион­ных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок. Берутся данные расхода в процентном отношении к стоимости выпускаемых акций, причем в случае закрытых компаний эти затраты гипотетические: каковыми бы были расходы, если бы произошла эмиссия.

**6.3. ВЫВОД ИТОГОВОЙ ВЕЛИЧИНЫ СТОИМОСТИ**

Стоимость имущества предприятия оценивается несколькими метода­ми, обосновывающими рыночную цену. При этом оценщик не обязан ис­пользовать все имеющиеся методы, а может ограничиваться лишь теми, ко­торые более соответствуют ситуации. Главное – грамотно выбрать методы. Существуют определенные приемы, ограничивающие перечень методов оценки стоимости имущества для каждой конкретной ситуации (рис.6.1).

На *первом этапе* выбора методов должны быть четко определены:

* цель, ради которой проводится оценка;
* используемый стандарт стоимости, который зависит от цели оценки и в конечном счете определяет выбор методов оценки (например, инвестора
интересует прежде всего инвестиционная стоимость, и он соответственно
отдаст предпочтение доходному подходу);
* доля оцениваемой собственности; одни методы предпочтительнее ис­пользовать при оценке контрольных пакетов; другие – при оценке минори­тарных пакетов;
* объем доступной информации; если оценщик не имеет достаточного
количества данных по сопоставимым компаниям, то он не сможет использовать рыночный подход; если же не имеет информации о денежных потоках, то он не сможет использовать доходный подход.

На *втором этапе* выбора методов оценки наиболее важен анализ, как отраслевых факторов, так и факторов на уровне компании. Отраслевые фак­торы анализируются по следующим параметрам: перспективам развития отрасли, прошлой и ожидаемой доходности в отрасли, степени отраслевого риска. Факторы на уровне предприятия должны отражать темпы роста доходов оцениваемого предприятия, динамику его финансовых показателей, зависимость от покупателей и поставщиков. Выбор методов оценки в боль­шей степени зависит от характеристик оцениваемого предприятия, а не от отраслевых факторов.

На *третьем этапе* оценщику необходимо определить, какие использо­вать методы: основанные на анализе активов (метод стоимости чистых ак­тивов, метод ликвидационной стоимости) или же на анализе доходов (ме­тод дисконтированных денежных потоков, метод капитализации доходов, метод избыточных прибылей или оценочные мультипликаторы: цена/при­быль, цена/денежный поток, цена/дивидендные выплаты).

Первую группу методов целесообразно использовать, когда доходы пред­приятия не поддаются точному прогнозу, когда предприятие обладает зна­чительными материальными и финансовыми активами (ликвидными цен­ными бумагами, инвестициями в недвижимость), либо когда предприятие зависит от контрактов или отсутствует постоянная клиентура.

Вторую группу методов целесообразно использовать, когда текущие и будущие доходы предприятия могут быть достоверно определены либо когда активы предприятия преимущественно состоят из машин, оборудования, готовой продукции, либо когда предприятие имеет устойчивый спрос на свою продукцию.

На *четвертом этапе* оценщик анализирует достаточность и качество



Рис.6.2. Этапы выбора методов оценки

информации по сопоставимым компаниям. Если оценщик находит необхо­димое число сопоставимых компаний, то он рассчитывает мультипликато­ры и использует их в методе рынка капитала и методе сделок. Если оцен­щик не может найти такой группы предприятий, то оценка проводится с помощью методов, основанных на исследовании доходов, сравнитель­ный подход не используется, а оценка проводится методами капитализа­ции доходов, избыточных прибылей или дисконтированных денежных потоков.

На *пятом этапе* оценщик должен спрогнозировать динамику будущих доходов и сравнить ее с текущими доходами. Если будущие доходы пред­приятия будут существенно отличаться от текущих, то используется метод дисконтированных денежных потоков, в противном случае можно приме­нить метод капитализации доходов, а в некоторых случаях – метод избыточ­ных прибылей.

На *шестом этапе* (если используются методы, основанные на анализе активов) оценщик должен определить, является ли предприятие действую­щим или же оно стоит на пороге ликвидации. В первом случае наиболее приемлем метод стоимости чистых активов; во втором – метод ликвидаци­онной стоимости.

Исходя из изложенного, можно сделать следующие выводы.

Метод капитализации доходов используется при условии, что:

* будущие доходы будут равны текущим или же темпы роста будут умеренными и предсказуемыми;
* доходы представляют собой достаточно значительные положитель­ные величины, т.е. бизнес будет стабильно существовать.

Метод дисконтированных денежных потоков целесообразен, когда:

* будущие денежные потоки будут существенно отличаться от текущих, в связи с действием таких факторов, как ожидаемые изменения в экономи­ческих условиях, изменения в структуре бизнеса;
* прогнозируемые денежные потоки предприятия являются значительными положительными величинами, и их обоснованно можно оценивать;
* чистый денежный поток предприятия в последний год прогнозного периода будет значительной положительной величиной.

Метод стоимости чистых активов дает лучшие результаты при оценке предприятия:

* обладающего, значительными материальными и финансовыми активами;
* в случае невозможности достаточно точного определения прибыли или денежного потока предприятия в будущем;
* действующего, вновь возникшего, не имеющего ретроспективных данных о прибылях, а также холдинговой или инвестиционной компании.

Метод ликвидационной стоимости следует использовать при оценке предприятия, которому грозит банкротство, и соответственно существуют большие сомнения в способности его оставаться действующим. Это отра­жается в информации о низких или даже отрицательных доходах на активы, что служит показателем экономического устаревания данного бизнеса. В этом случае бизнес должен быть ликвидирован, а активы реализованы по их рыночной цене.

Метод рынка капитала и метод сделок можно использовать, если:

* имеется достаточное количество сопоставимых компаний и достаточная финансовая информация по ним. Финансовый анализ и прогнозирование данных представляют собой базу для расчета оценочных мультипликаторов;
* в мультипликаторах знаменатель является достаточной положитель­ной величиной.

Таковы основные факторы, определяющие целесообразность использо­вания того или иного метода.

При выборе метода обязательно учитываются преимущества и недостат­ки каждого из них, т.е. сильные и слабые стороны.

Метод дисконтированных денежных потоков имеет следующие преиму­щества:

* основан на ожидаемых будущих доходах, а также на будущих ожиданиях расходов, капитальных вложений и т.д.;
* учитывает ситуацию на рынке через ставку дисконта, а также риск
инвестиций, связанный с достижениями прогнозных результатов;
* позволяет учесть экономическое устаревание предприятия в случае
превышения величины рыночной стоимости, полученной методом стоимо­сти чистых активов, по сравнению с величиной рыночной стоимости, полученной методом дисконтированных денежных потоков.

В мировой практике этот метод используется чаще других, он точнее определяет рыночную стоимость предприятия, в наибольшей степени ин­тересует инвестора, так как с помощью этого метода оценщик выходит на ту сумму, которую инвестор будет готов заплатить с учетом будущих ожида­ний от бизнеса, а также с учетом требуемой инвестором ставки дохода на инвестиции в этот бизнес. Однако использование этого метода затруднено из-за сложности точного прогнозирования. Поэтому в России метод дис­контированных денежных потоков используется менее широко, чем в миро­вой практике. Наиболее распространены *в* нашей стране методы, основан­ные на анализе активов, и в будущем эти методы будут доминировать.

Методы рынка капитала и сделок применяются в меньших объемах из-за отсутствия достаточной информации по сопоставимым предприятиям. К преимуществам методов, основанных на анализе существующих активов, можно отнести следующие:

* устранение значительной части предположений, присущей при дру­гих методах;
* эффективность при оценке вновь возникших предприятий, холдинго­вых и инвестиционных компаний.

Тем не менее, эти методы не учитывают будущую прибыль, а также уро­вень отдачи на имеющиеся активы, т.е. перспективы бизнеса.

Метод рынка капитала и метод сделок базируются главным образом на рыночных данных – это относится к бесспорным преимуществам методов. К недостаткам стоит отнести: необходимость внесения ряда поправок для применения данных по сопоставимым предприятиям; возникновение труд­ностей при поиске действительно сопоставимых предприятий.

Итак, различные методы могут быть использованы в процессе оценки, но решение вопроса об относительной значимости показателей стоимости, полученных на базе различных методов, должно определяться обоснован­ным суждением оценщика, которое оформляется путем взвешивания сто­имостей, определенных использованием двух и более методов. Решение же вопроса, каким стоимостным оценкам придать больший вес и как каждый метод взвешивать по отношению к другим, является ключевым на заключи­тельном этапе процесса оценки.

Существуют два базовых метода взвешивания:

* метод математического взвешивания;
* метод субъективного взвешивания.

Метод математического взвешивания использует процентное взвешива­ние (табл. 6.1).

Таблица 6.1. Пример математического взвешивания

|  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- |
| Метод | Рыночная стоимость, долл. | Вес,% | Средневзвешен­ная стоимость, долл. |
| Метод дисконтированных денежных потоков | 1 500 000 | 25 | 375 000 |
| Метод стоимости чистых активов | 1 100 000 | 60 | 660 000 |
| Метод рынка капитала | 1 620 000 | 15 | 243 000 |
| Средневзвешенная стоимость |  | 100 | 1 278 000 |

При субъективном взвешивании цель такая же, как и при методе мате­матического взвешивания, – выйти на единую оценочную стоимость, но при этом подходе не используется процентное взвешивание. Оценочное заклю­чение базируется на анализе преимуществ и недостатков каждого метода, а также на анализе количества и качества данных в обосновании каждого метода. Во главе угла стоят профессиональный опыт и суждения оценщика. Для определения удельного веса каждого оценочного метода необходимо учитывать следующие факторы:

* характер бизнеса и его активов, например, при оценке холдинговой и
инвестиционной компании больший вес будет придан методу стоимости
чистых активов;
* цель оценки и предположительное ее использование;
* применяемый стандарт стоимости. Если определяется величина лик­видационной стоимости, то бессмысленно использовать метод дисконтиро­ванных денежных потоков, метод рынка капитала или метод сделок;
* количество и качество данных, подкрепляющих данный метод;
* уровень ликвидности;
* уровень контроля.

Учет всех этих факторов дает возможность произвести взвешивание и, в конечном счете, вывести итоговое заключение.

**Выводы**

1. Для получения итоговой величины стоимости в процессе оценки предприятия в зависимости от размера приобретаемого пакета акций и его
ликвидности учитываются:

* премия за приобретение контрольного пакета;
* скидка за неконтрольный характер;
* скидка за недостаточную ликвидность.

2. Премия за контроль – имеющее стоимостное выражение преимущество, связанное с владением контрольным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер – величина, на которую уменьшает­ся стоимость оцениваемой доли с учетом неконтрольного характера оцени­ваемого пакета.

Скидка за недостаточную ликвидность – величина, на которую умень­шается стоимость оцениваемого пакета для отражения его недостаточной ликвидности.

3. Базовой величиной, из которой вычитается скидка за неконтрольный
характер, является пропорциональная данному пакету доля в общей
стоимости предприятия.

Базовой величиной, из которой вычитается скидка за недостаточную ликвидность, выступает стоимость высоколиквидного сопоставимого пакета.

4. Премия за контроль рассчитывается, как процент превышения выкуп­ной ценой рыночной цены акций продавца за два месяца до официального
объявления о слиянии. Скидка за неконтрольный характер представляет собой производную от премии за контроль.

Скидка за недостаточную ликвидность оценивается как стоимость ре­гистрации акций и брокерских комиссионных, взимаемых за продвижение акций компании на фондовый рынок.

**Контрольные вопросы**

1. Какие факторы необходимо учесть при выводе итоговой величины
рыночной стоимости капитала предприятия?
2. Какие преимущества и недостатки имеет метод стоимости чистых
активов?
3. Какие преимущества и недостатки имеет метод дисконтированных
денежных потоков?

4. Что можно отнести к преимуществам и недостаткам рыночного
подхода к оценке предприятия?

**7. ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА ПРЕДПРИЯТИЯ**

Одним из наиболее важных этапов работы по оценке предприятия является оформление отчета. От того, что войдет в данный документ, в каких форме и последовательности, во многом зависит успех или неудача проде­ланной работы.

При написании отчета об оценке бизнеса перед оценщиком стоят следу­ющие основные **задачи:** во-первых, нужно изложить логику анализа; во-вторых, зафиксировать все важные моменты оценки; в-третьих, подготовить отчет так, чтобы его потребитель мог при желании повторить анализ и при­шел бы к заключению, которое сделал оценщик. Решение данных задач воз­можно при выполнении ряда требований.

Прежде всего, для восприятия отчета пользователями информации он должен быть логичен. Изложение каждой последующей проблемы должно вытекать из предыдущего материала, выводы разных разделов должны до­полнять друг друга и «работать» на общее заключение. Восприятие матери­ала отчета облегчается, если последний хорошо структурирован, достаточ­но подробен и содержит необходимую информацию, подтверждаемую до­кументами. Вместе с тем нельзя отягощать отчет несущественными данными. Во многом восприятие отчета определяется стилем, которым он написан, а это зависит от того, кто будет потребителем отчета. Потребителями услуг оценщика являются люди, не знакомые с терминологией оценки, поэтому профессиональные термины должны объясняться.

Структура отчета, независимо от целей оценки, единообразна: она осно­вана на принципе «от общего к частному». Основные разделы отчета следу­ющие:

1. Введение.
2. Общеэкономический раздел.
3. Краткая характеристика отрасли.
4. Краткая характеристика предприятия (фирмы).
5. Анализ финансового состояния.
6. Методы оценки.
7. Выводы и приложения.
8. Общее заключение по оценке.

Исходя из целей оценки и специфики объекта, в структуру отчета могут быть внесены некоторые изменения. Например, в самостоятельный раздел может быть выделен анализ данных по предприятиям-аналогам. Если для оценки предприятия важна общеэкономическая ситуация в стране или ре­гионе, то им можно посвятить специальные разделы. Анализ финансового состояния может войти в раздел, в котором дается характеристика предпри­ятия (фирмы).

**Содержание** отчета должно иметь: описание оцениваемого объекта, его название и точный адрес; перечень юридических прав и ограничений, свя­занных с данной собственностью; описание физического состояния объек­та и его стоимостных характеристик.

Кроме того, в отчете нужно четко сформулировать цель оценки, обосно­вать использование того или иного вида стоимости, зафиксировать дату про­изведения оценки.

Если к выводам отчета применяются какие-либо ограничивающие усло­вия, то их необходимо указать. Примерами ограничений может быть напи­сание предварительного или частичного отчета.

Важный момент отчета – обоснование выбора тех или иных методов оценки.

Оценку должен проводить независимый оценщик, поэтому в отчете тре­буется подтверждение отсутствия личной заинтересованности оценщика в оцениваемом объекте и в величине его рыночной стоимости.

Немаловажными для отчета являются наличие в нем подписей всех лиц, проводивших оценку, текст, свидетельствующий об их согласии с ее резуль­татами. Если же кто-либо из оценщиков, принимавших участие в работе, не согласен с некоторыми или всеми выводами отчета, то он должен включить в него свое личное мнение по тем или иным вопросам оценки.

Отчет об оценке бизнеса, его содержание, объем и стиль изложения во многом зависят от цели оценки, характера оцениваемого объекта и от по­требностей заказчиков отчета. Так, отчет для инвестора отличается от отче­та для кредитора или для налогового инспектора. Отчет зависит также от сложности и размеров оцениваемого предприятия. Если читателями отчета будут лица, не знакомые с предприятием, то обязательно подробное описа­ние последнего. Если же отчет предназначен для работников фирмы, то ее подробное описание необязательно.

Отчет начинается с краткого вступительного раздела – введения, в кото­ром: излагается суть задания (оценки) и перечисляются используемые ис­точники информации; дается краткое описание предприятия и его капита­ла; уточняется вид стоимости, который следует определить в процессе оцен­ки; приводятся методы оценки, примененные в данном отчете, и вывод.

При изложении задания отмечаются: оценочная компания и группа; кем она была нанята; дата, на которую действительна оценка, и цель оценки.

После описания задания целесообразно разместить обобщенный спи­сок источников информации. Он может включать: финансовые отчеты пред­приятия, его контракты и договоры, источники данных по предприятиям-аналогам и т.д. Обязательно должны быть сведения о том, проводилась ли аудиторская проверка, какие объекты предприятия посещались оценщиком. Можно указать, у кого брались интервью для сбора данных по оцениваемо­му предприятию.

Во введении желательно описать, что производит предприятие, где оно расположено, каким капиталом владеет и как последний распределяется. Далее сообщается стандарт стоимости, который будет использоваться в оцен­ке, исходя из ее цели. Полезно дать определение применяемого вида стои­мости.

Во введении также кратко излагаются методы оценки и приводится вы­вод о величине стоимости оцениваемого предприятия.

Для прогнозирования перспектив развития предприятия полезен раздел, в котором приводятся общеэкономические или региональные данные, а также раздел, анализирующий ситуацию в отрасли.

В общеэкономическом разделе должны приводиться лишь те данные по ситуации в стране или регионе, которые непосредственно влияют на разви­тие предприятия. Эти же данные могут быть в разделе, посвященном мето­дам оценки при прогнозировании доходов и расходов предприятия. В таком случае данный раздел не выделяется.

Раздел, посвященный характеристике отрасли, должен познакомить потребителя отчета с особенностями отрасли, ее положением в настоящее время и в будущем. Особое внимание уделяется характеристике рынков сбыта и факторам, влияющим на спрос. В разделе также приводится информация о конкуренции в отрасли и положении оцениваемого предприятия по срав­нению с положением ведущих конкурентов.

Главная цель раздела, посвященного характеристике предприятия, –выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в разделе: предыстория предприя­тия, перечень выпускаемых товаров и услуг, условия сбыта, наличие постав­щиков, персонала, менеджмент, прошлые сделки с акциями предприятия.

При знакомстве с предысторией читатель получает информацию о том, когда была создана оцениваемая фирма, какие изменения (например, в на­звании, месторасположении, направлениях деятельности) произошли. По­лезно отразить и то, какое имущество находится в собственности предпри­ятия, а какое арендуется и на каких условиях. Приводятся также данные о площади, занимаемой каждым производственным объектом. Если компа­ния имеет дочерние фирмы, то дается информация об их организационной форме, процентной доле материнской компании в их капиталах и т. д.

В данном разделе раскрывается группа вопросов, касающихся текущей деятельности предприятия. Во-первых, отмечается, какую продукцию про­изводит данное предприятие и какие услуги оно оказывает; выделяются ве­дущие виды продукции или услуг и показывается их процентное соотноше­ние. Во-вторых, для прогнозирования будущих доходов предприятия важна информация о его рынках сбыта и о том, какое место оно там занимает, о потребителях его продукции и их финансовом положении. В-третьих, необ­ходимо дать информацию о системе снабжения и основных поставщиках. В-четвертых, в этом разделе приводятся данные о численности персонала предприятия, указывается, сколько человек занято постоянно, а сколько вре­менно или сезонно. Полезно привести данные о квалификации кадров и их текучести. В-пятых, обязательно дается информация о состоянии управле­ния на оцениваемом предприятии. Эти данные могут быть приведены в виде списка ведущих руководителей с пояснениями об их образовании и карьере.

Если имели место сделки с акциями оцениваемого предприятия, то в данном разделе приводится их описание. При этом отмечается, насколько переход акций от одного собственника к другому отражал их реальную ры­ночную стоимость.

Заканчивается данный раздел обобщением факторов, которые, на взгляд оценщика, оказывают положительное и отрицательное влияние на стоимость предприятия.

Раздел, посвященный анализу финансового состояния предприятия, со­держит информацию для всех трех подходов к оценке: доходного, затратно­го и сравнительного. В разделе анализируются бухгалтерские балансы и отчеты о финансовых результатах деятельности предприятия за ряд предшествующих лет, рассчитываются важнейшие финансовые показатели. Если в бухгалтерскую отчетность вносятся определенные поправки, то это отражается в отчете.

При анализе финансового состояния предприятия и прогнозировании его изменения рассчитывается несколько групп финансовых показателей, ликвидности, структуры капитала, оборачиваемости и рентабельности.

Сравнения могут проводиться по изменяющимся во времени показате­лям оцениваемого предприятия (для выявления тенденций в его развитии), между показателями оцениваемого предприятия и среднеотраслевыми по­казателями, между показателями оцениваемого предприятия и показателя­ми предприятий-аналогов.

В отчете дается анализ этих показателей, сам же расчет может приво­диться в приложении к нему. Очень важно в отчете прокомментировать, как влияет уровень тех или иных финансовых показателей оцениваемого пред­приятия на величину его рыночной стоимости. Данные выводы можно по­местить в заключение по данному разделу.

Раздел методов оценки, применяемых для оценки данного предприя­тия, начинается с обоснования выбора тех или иных методов. После этого излагается последовательность оценки данного предприятия выбранными методами.

При этом даются, по возможности, источники используемой информа­ции. Это, например, относится к информации, с помощью которой была рассчитана ставка капитализации или ставка дисконта. Обосновываются вы­бор той или иной величины мультипликатора, внесение поправок на конт­рольный или неконтрольный характер пакетов акций, поправок на ликвид­ность. Доказывается необходимость и анализируются оптимальные разме­ры мультипликаторов и поправок.

Завершается данный раздел заключением о величине стоимости оцени­ваемого предприятия. Как правило, здесь показатели стоимости, получен­ные разными подходами, сводятся в табличную форму, им придаются опре­деленные веса, и на этой основе выносится заключение о величине стои­мости.

Отчет о методах оценки, кроме основной части, имеет приложения. В них, в частности, приводятся заявление об отсутствии личной заинтересо­ванности оценщика, допущения и оговорки.

В приложении содержатся также копии документов, характеризующих академическое образование и профессиональную подготовку оценщиков, участвующих в написании отчета. Профессиональные организации оцен­щиков являются многопрофильными организациями, поэтому в отчете от­ражается конкретная дисциплина, по которой оценщик сертифицирован. В приложение обычно выносится табличная информация, которая обосновы­вает использование в отчете тех или иных величин.

К наиболее распространенным недостаткам отчета об оценке относятся следующие. Бывают случаи, когда в отчете не указывается, какой именно стандарт стоимости использовал оценщик для оценки данного предприя­тия. Другим недостатком служит использование профессиональных терми­нов без их разъяснения или приведение в отчете терминов, имеющих раз­ное толкование, например, таких, как ставка капитализации или денежный поток. Важно выбрать необходимую для потребителя степень детализации информации. Одинаково плохо как вдаваться в несущественные подробно­сти, так и не дать необходимой информации. Недопустимо принятие проти­воречивого отчета, т.е. отчета, в котором различные разделы находятся между собой в противоречии. Наиболее часто встречающийся недостаток, кото­рый объективен для России, – неправильный отбор информации по пред­приятиям-аналогам. Связано это, прежде всего, с малым количеством досто­верной информации по рыночным сделкам.

**Контрольные вопросы**

1. Каковы обязательные разделы отчета по оценке предприятия?
2. Какие факторы определяют структуру отчета?
3. Какие характерные ошибки возникают при написании отчета?