



Повышение стоимости предприятия — один из показателей роста доходов его собственников. Поэтому периодическое проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления предприятием. Традиционные методы финансового анализа основаны на расчете финансовых коэффициентов и только на данных бухгалтерской отчетности предприятия. Однако наряду с внутренней информацией в процессе оценки стоимости предприятия необходимо анализировать данные, характеризующие условия работы предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

Современный этап становления рыночных отношений требует активного формирования институциональных основ и инфраструктуры оценки. Это понятие включает в себя создание необходимой законодательной базы, выработку отечественных стандартов оценки, развитие сети оценочных фирм, создание учебных центров по подготовке и переподготовке специалистов. Оценка бизнеса основана на использовании трех подходов: затратного, доходного и сравнительного. Каждый подход предполагает применение особых приемов и методов, основывается либо на прошлых достижениях, либо на настоящем состоянии фирмы, либо на ожидаемых доходах в будущем.

В данной работе раскрываются основные положения сравнительного подхода. Теоретической базой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения и объективность результативной величины стоимости предприятия, являются следующие положения. Оценка стоимости бизнеса на основе сравнительного подхода предполагает использование в качестве ориентира реально сложившиеся на рынке цены на сходные предприятия (акции).

Общая характеристика сравнительного подхода

Сравнительный подход предполагает, что ценность собственного капитала фирмы определяется тем, за сколько он может быть продан при наличии достаточно сформированного рынка. Другими словами, наиболее вероятной ценой стоимости оцениваемого бизнеса может быть реальная цена продажи сходной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающего возможность его применения, а также объективность резульативной величины, являются следующие базовые положения.

Во-первых, оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на сходные предприятия (акции). При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия. К таким факторам можно отнести соотношение спроса и предложения на данный вид бизнеса, уровень риска, перспективы развития отрасли, конкретные особенности предприятия и т.д. Это в конечном счете облегчает работу Оценщика, доверяющего рынку.

Во-вторых, сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает, прежде всего, будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

В-третьих, цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Преимущества сравнительного подхода:

- если есть достаточная информация об аналогах, получаются точные результаты;
- подход отражает рынок, учитывая реальное соотношение спроса и предложения на подобные объекты, так как основан на сравнении оцениваемого предприятия с аналогами, уже купленными недавно или акции которых свободно обращаются на финансовых рынках;

— в цене предприятия отражаются результаты его производственно-хозяйственной деятельности.

Недостатки сравнительного подхода:

— базируется только на ретроспективной информации, практически не учитывает перспективы развития предприятия;

— сложно, а иногда невозможно собрать финансовую информацию об аналогах (из-за недостаточного развития фондового рынка многие акционерные общества не дают свои котировки на фондовый рынок, а закрытые акционерные общества, которых очень много, не раскрывают финансовую информацию);

— требуется вносить существенные корректировки из-за сильных различий предприятий между собой (различаются оборудование, ассортимент, стратегии развития, качество управления и т.д.).

Сравнительный подход реализуется посредством трех методов.

1. *Метод рынка капитала* основан на реальных ценах акций открытых предприятий, сложившихся на фондовом рынке. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию акционерного общества. Используется для оценки неконтрольного пакета акций.

2. *Метод сделок* — для сравнения берутся данные по продажам контрольных пакетов акций компаний либо о продажах предприятий целиком, например, при поглощениях или слияниях. Метод применяется при покупке контрольного пакета акций открытого предприятия, а также для оценки закрытых компаний, которые работают на том же сегменте рынка, что и открытые, и имеют аналогичные финансовые показатели. Включает анализ мультипликаторов.

3. *Метод отраслевых коэффициентов* — предполагает использование соотношений или показателей, основанных на данных о продажах компаний по отраслям и отражающих их конкретную специфику. Отраслевые коэффициенты рассчитываются специальными исследовательскими институтами на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятий и их важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

Характеристика ценовых мультипликаторов

Определение рыночной стоимости собственного капитала предприятия сравнительным методом основано на использовании ценовых мультипликаторов. Ценовой мультипликатор - это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой. Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- а) определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога - это даст нам значение числителя в формуле;
- б) вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период времени, либо по состоянию на дату оценки - это даст нам величину знаменателя.

Для оценки рассчитывают несколько мультипликаторов по формуле:

$$M = \frac{Ц}{ФБ_i},$$

где М — оценочный мультипликатор;

Ц — цена продажи предприятия-аналога;

ФБ — финансовый показатель предприятия, аналогичного объекту оценки.

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога — это даст значение числителя в формуле;
- вычислить финансовую базу (прибыль, выручку от реализации, стоимость чистых активов и т.д.) либо за определенный период, либо по состоянию на дату оценки; это даст величину знаменателя.

Цена акции берется на последнюю дату, предшествующую дате оценки, либо она представляет среднее значение между максимальной и минимальной величинами цены за последний месяц. В качестве финансовой базы должен выступать показатель финансовых результатов либо за последний отчетный год, либо за последние 12 месяцев, либо средняя величина за несколько лет, предшествующих дате оценки.

В оценке бизнеса обычно используют четыре группы мультипликаторов:

- 1) цена/прибыль, цена/денежный поток;
- 2) цена/дивиденды;
- 3) цена/выручка от реализации;
- 4) цена/стоимость активов.

В зависимости от конкретной ситуации суждение о стоимости предприятия может основываться на любом из мультипликаторов, или любом их сочетании. Для этого для каждого предприятия-аналога рассчитывается несколько мультипликаторов, анализируются риски и финансовые показатели, после чего выбирается мультипликатор, который максимально соответствует имеющейся финансовой информации об оцениваемом предприятии.

Мультипликатор цена/прибыль или цена/денежный поток используется при соблюдении следующих правил:

- 1) доходная база (прибыль или денежный поток) может определяться различными способами: до и после учета амортизации, выплаты процентов, налогов, дивидендов. Главным требованием является соответствие с выбранным мультипликатором предприятия-аналога;
- 2) выбор мультипликатора зависит не только от полученной финансовой информации, но и от структуры активов предприятий: мультипликатор цена/денежный поток целесообразнее использовать для оценки предприятий, владеющих недвижимостью, балансовая стоимость которой уменьшается, хотя рыночная цена может расти. Это объясняется тем, что при расчете денежного потока амортизационные отчисления прибавляются к чистой прибыли. Если же в активах предприятия преобладает быстро устаревающее оборудование, более подходящей базой является чистая прибыль;

3) поскольку оценка бизнеса производится на конкретную дату, мультипликаторы предприятий-аналогов должны рассчитываться по материалам отчетов, максимально приближенных к дате оценки;

4) доходная база определяется на основе ретроспективных данных за ряд лет методом простой средней, средневзвешенной или трендовой прямой;

5) мультипликатор цена/прибыль может рассчитываться как по предприятию в целом, так и в расчете на одну акцию;

6) использование большого числа аналогичных предприятий может дать разброс величины мультипликатора.

Мультипликатор цена/дивиденды может рассчитываться на базе фактически выплаченных дивидендов или на основе потенциальных дивидендных выплат. Потенциальные дивидендные выплаты представляют собой типичный для таких выплат процент от чистой прибыли по предприятиям-аналогам. Данный мультипликатор используется редко из-за возможности варьирования в порядке выплаты дивидендов у компаний.

Мультипликатор цена/выручка от реализации (цена/физический объем производства) обычно используется в комплексе с другими мультипликаторами, однако наиболее целесообразно его применять при оценке в сфере услуг и при анализе предприятий, имеющих различные налоговые условия. Этот мультипликатор является модифицированным вариантом капитализации прибыли, так как предполагается, что в аналогичном бизнесе уровень рентабельности продукции практически одинаков.

Мультипликатор цена/стоимость активов целесообразно применять при оценке холдинговых компаний, либо в тех случаях, когда необходимо за короткий срок продать значительную часть активов. Расчет мультипликатора цена/стоимость активов осуществляется в два этапа:

1) определение стоимости чистых активов (дорого и трудоемко);

2) определение соотношения между стоимостью акций и стоимостью активов.

3. Формирование итоговой величины стоимости

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из трех основных этапов:

- выбор величины мультипликатора;
- взвешивание промежуточных результатов;
- внесение итоговых корректировок.

Выбор величины мультипликатора является наиболее сложным этапом, требующим особенно тщательного обоснования, зафиксированного впоследствии в отчете. Поскольку одинаковых компаний не существует, диапазон величины одного и того же мультипликатора по компаниям-аналогам бывает достаточно широк. Аналитик отсекает экстремальные величины и рассчитывает среднюю величину мультипликатора по группе аналогов. Затем проводится финансовый анализ, причем аналитик для выбора величины конкретного мультипликатора использует финансовые коэффициенты и показатели, наиболее тесно связанные с данным мультипликатором. По величине финансового коэффициента определяется положение (ранг) оцениваемой компании в общем списке. Полученные результаты накладываются на ряд мультипликатора и достаточно точно определяется величина, которая может быть использована для расчета стоимости оцениваемой компании.

Сравнительный подход позволяет использовать аналитику максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех полученных величин, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. Оценщик, в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации, придает каждому мультипликатору свой вес, на основе взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств, наиболее типичным являются следующие поправки. Портфельная скидка представляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации активов. Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непроизводственного назначения. Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность

собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть. Возможно применение скидки при оценке контрольного пакета на низкую ликвидность. В некоторых случаях вносится поправка в виде премии за предоставляемые инвестору элементы контроля. Таким образом, сравнительный подход, несмотря на достаточную сложность расчетов и анализа, является неотъемлемым приемом определения обоснованной рыночной стоимости. Результаты, полученные таким способом, имеют хорошую объективную основу, уровень которой зависит от возможности привлечения широкого круга компаний-аналогов. Следовательно, развитие оценочных услуг будет способствовать расширению сферы использования сравнительного подхода.

Заключение

Для нормального функционирования общества необходимо наличие эффективно работающих предприятий. Они занимаются производством и реализацией продукции, оказанием услуг и выполнением работ, удовлетворяя потребности общества. В условиях происходящих преобразований в экономике, предприятиям и их руководителям приходится решать ряд новых задач, учитывая как экономические, так и социальные факторы.

Сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности. Аналог объекта оценки — это сходный по основным экономическим, материальным, техническим и другим характеристикам другой объект, цена которого (стоимость акций) известна из сделки, состоявшейся при сходных условиях. Точность оценки зависит от качества собранных данных, включающих физические характеристики, время продажи, местоположение, условия продажи и финансирования.

Сравнительный подход позволяет использовать аналитику максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов, следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех полученных величин, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания.