

Вклад технологических и организационных инноваций в повышение рыночной стоимости предприятия

§ 1. Повышение рыночной стоимости предприятия как общая задача менеджмента

Повышение рыночной **стоимости** предприятия с точки зрения его акционеров (пайщиков) является важнейшей целью всего менеджмента фирмы, так как выступает условием получения ими основного стандартного дохода с вложенного в предприятие капитала.

В самом деле, если обозначить как Y годовой (месячный, квартальный) совокупный доход акционера (инвестора, пайщика) фирмы, то он составляется из дивидендов (Div), выплачиваемых из текущих чистых (за вычетом расходов по обслуживанию долга и налога на прибыль) прибылей предприятия, и разницы в рыночной стоимости принадлежащей акционеру (пайщику) фирмы ее доли между той, какой она была на начало соответствующего периода ($Ц_{нп}$), и той, какой она стала в к периода ($Ц_{кп}$):

$$Y = Div + (Ц_{нп} - Ц_{кп}).$$

Иных стандартных доходов с вложенного в предприятие капитала не существует - во всяком случае, для тех инвесторов, которые не контролируют фирму и могут применить такие нестандартные способы получения дохода с фирмы, как например, изъятие с предприятия денежных потоков до того, как они дойдут до фирмы, когда контролирующей ее акционер или пайщик заставляет предприятие продавать выгодную продукцию по ценам, которые ниже рыночных, специально учрежденному тем же инвестором предприятию, перепродающему такую продукции высоким рыночным ценам.

Цены на долю акционера (пайщика) в фирме не обязательно должны быть непосредственно котируемы на фондовом рынке. Они могут быть договорные в расчете на поиск инвестором иного, сменяющего его на фирме акционера или пайщика. При этом, даже если перепродажа доли в данном периоде и не осуществляются, можно считать, что доход у акционера (пайщика) фирмы в виде разницы на росте рыночной стоимости его доли в предприятии все равно имеет место, потому что его воплощенное в акциях (паях) фирмы «богатство» возрастает.

Доход акционера (пайщика) в виде разницы ($Ц_{нп} - Ц_{кп}$) является для него главным, когда фирма, где ему принадлежит доля, еще не получает больших текущих чистых прибылей и не может уплатить дивидендов. Это справедливо даже для крупных инвесторов предприятия. Для более же мелких акционеров дивиденды вообще являются мало предсказуемым (рискованным) видом дохода в силу того, что они не могут управлять дивидендной политикой фирмы.

Очевидно, что рассматриваемый доход полностью зависит от роста рыночной стоимости всего предприятия - что и требовалось доказать.

Создание и освоение инноваций (инновационные проекты) играют особую роль в нацеленном на рост рыночной стоимости компании управлении предприятием, так как позволяют рассчитывать на этот рост с опережением - уже тогда, когда выявится тренд увеличения прибылей предприятия в результате фактического освоения коммерчески выгодной инновации (появления на рынке нового продукта, по которому наметилось наращивание продаж, уверенного снижения издержек производства и сбыта благодаря внедрению новой ресурсосберегающей либо ресурсозаменяющей, импортозамещающей технологии).

Иначе говоря, цель контролирующего предприятие-инноватора крупных акционеров (рост рыночной стоимости компании и предварительно приобретенной доли – в ней) достигается в этом случае раньше – что, очевидно, соответствует интересам указанных инвесторов.

Завышение рыночной стоимости фирмы, если она является открытым акционерным обществом (что характерно для более крупного бизнеса, испытывающего необходимость покрывать свою потребность в дополнительных инвестициях, в том числе посредством выпуска и размещения на фондовом рынке своих новых, а также ранее выкупленных акций), служит и важнейшей целью менеджмента с точки зрения самих менеджеров.

Это объясняется тем, что менеджеры заинтересованы в поддержании и увеличении оборота (продаж) предприятия, так как источником их основных доходов и влияния является возможность распоряжаться значительными средствами предприятия, используя их и свою в этом случае более социально значимую позицию, числе и на свои нужды¹. Поддержание же и тем более увеличение оборота (продаж) фирмы невозможно обеспечить без привлечения дополнительных инвестиций на пополнение оборотных средств, конкурентоспособности продукции и поставок, развитие. В качестве источников подобных инвестиций для большого бизнеса уже недостаточно лишь самофинансирования из прибылей и амортизационного фонда, а также заемного финансирования.

Следовательно, они должны заботиться о том, чтобы рыночная котировочная (лучше – средняя фактически осуществляемым сделкам) стоимость акций их предприятия возрастала, так как тогда за новые акции, размещаемые на фондовом рынке можно получить быстрее и больше средств на инвестиции.

Менеджеры открытых акционерных обществ также вынуждены заботиться, хотя об наименьшении рыночной стоимости руководимых ими фирм, потому что в противном случае может уменьшиться кредитоспособность предприятия, понимаемая как лимит выделяемых ему кредитов.

Более подробно см. об этом в литературе, посвященной так называемой «агентской проблеме» в отношениях между менеджерами и акционерами (см.: *Валдайцев С. В.* Стратегии инвесторов предприятия и «агентская проблема». СПб., 1994).

Кредиторы могут его сократить, реагируя на тревожный «сигнал» о финансовом состоянии заемщика, который подается фондовым рынком как раз в виде снижения рыночной стоимости акций заемщика.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что одной из очень серьезных целей и в антикризисном управлении финансово нездоровым предприятием (в его финансовом оздоровлении) должно выступать повышение рыночной стоимости такого предприятия. Это особенно характерно для более долгосрочных бизнес-планов финансового оздоровления.

Рассмотрение того, как будет повышаться стоимость компании по мере ее продвижения в осуществлении в принципе эффективного основанного на конкретной инновации инвестиционного проекта (т. е.: а) имеющего положительную чистую текущую стоимость *NPV*, б) внутреннюю норму рентабельности (*IRR*), которая значительно превышает текущую рыночную ставку процента; в) дисконтированный срок окупаемости (*DPB*) меньший, чем временной горизонт надежной прогнозируемости денежных потоков по проекту), соответствует наиболее быстро развивающейся и популярной современной концепции эффективного менеджмента концепции менеджмента, ориентированного на рост рыночной стоимости акций компании, *Shareholder Value Concept*¹.

Применительно же к предприятиям, учреждаемым для реализации вновь

начинаемого инновационного проекта, в том числе антикризисного, ориентация в управлении ими (включая составление их бизнес-плана) сначала на рост оценочной рыночной стоимости практически означает ориентацию на то, чтобы после вывода акций этих предприятий на фондовый рынок (что будет нужно для привлечения нового капитала в результате эмиссии дополнительного количества обыкновенных акций) стоимость акций предприятия, которая сложится на фондовом рынке, была максимально высокой. Это позволит предприятию для дальнейшего своего развития привлечь больше средств и, в частности, еще более расширить объем выпуска и продаж ранее освоенной рентабельной продукции.

§ 2. Повышение рыночной стоимости финансово-кризисного предприятия как основа для привлечения стороннего капитала и реструктуризации долга

Решающим фактором быстрого выхода финансово-кризисного предприятия из предбанкротного состояния является привлечение стороннего капитала - путем обращения к заемным средствам или приглашения партнеров готовых приобрести дополнительно выпускаемые акции либо вступить гай во вновь создаваемых дочерних компаниях.

- 1 См., напр.: Black A, Wright Ph., Bachman J.E. In Search of Shareholder Value. Managing I Drivers of Performance. London, 1998; Rappaport A. Creating Shareholder Value. The New Stand; for Business Performance. New York, 1986; Peschke MA. Wertorientierte Strategiebewertung: Mocr Konzeption und Umsetzung. Wiesbaden, 1997; Olbrich A/. Unternehmungskultur und Unternd mungswert. Wiesbaden, 1999.

За счет привлеченного капитала можно будет профинансировать дающие быструю отдачу инвестиции, а также завершить прерванный в силу нехватки средств инвестиционный процесс по ранее начатым инвестиционным проектам, находящимся на стадии, когда при их дальнейшем продолжении появление дополнительных доходов ожидается в ближайшее время. Появление на предприятии-должнике вновь полученных им от новых кредитов заемных фондов позволяет также рассчитывать на то, что прежние кредиторы несколько «успокоятся» в своем стремлении от принудительной продажи должника или его активов получить, как они понимают, далеко не полную сумму возмещения своих долгов. Они, возможно, тогда будут согласны на некоторое время воздержаться от подачи в суд исков об истребовании долга или о признании должника банкротом.

Более того, кредиторы, будучи в определенной степени заинтересованы в восстановлении платежеспособности заемщика и тогда полном им возврате долга, могут так же согласиться на реструктуризацию «зависшего» долга. Такая реструктуризация подразумевает отсрочку долга путем официального добровольного пересмотра невыполняющихся кредитных соглашений (или договоров о ранее осуществленной продаже неоплаченных товаров) - с начислением, конечно, волнительных процентов по этой отсрочке. Кредитор в данном случае оказывается готов дольше ждать погашения долга в обмен на увеличение процентных платежей за ставший более длительным срок до погашения долга. При этом и уровень ставки процента по дополнительным процентным платежам может возрасти. Существенно лишь то, что текущая стоимость всех поступлений по обслуживанию и погашению отсроченного долга для кредитора должна быть не меньшей, чем в случае погашения только части «плохого» долга из выручки от принудительной распродажи предприятия-

должника или его активов в результате объявления его банкротом. В свою очередь, главным способом убедить новых кредиторов или партнеров дать финансово-кризисной фирме займы (в конечном счете «успокаивая» прежних кредиторов) выступают либо уже наметившееся повышение ее рыночной стоимости (в результате самофинансируемых собственных антикризисных инноваций этого предприятия), либо реально ожидаемое ее повышение в ближайшее время.

В последнем случае существенно, чтобы реальность скорейшего роста рыночной стоимости предприятия могла быть проверена соответствующим кредитором или партнером на основе предоставляемой ему полной внутренней информации кризисной фирмы, включая технико-экономические обоснования и бизнес-планы проектов инвестиций в реальные инновации - причем лучше, убедительнее, если они уже начаты предприятием и частично профинансированы хотя бы из одного стороннего источника, включая государственный бюджет.

Действенность указанного способа опирается на то, чтобы убедить потенциальные источники стороннего финансирования в улучшении дел на предприятии пользуя в качестве аргумента «коллективное мнение» участников фондового рынка выраженное в повышении котировок акций предприятия.

Даже самый скромный приток стороннего капитала на финансово-кризисное предприятие способен еще более улучшить эти котировки и «запустить механизм дальнейшего роста рыночной стоимости фирмы.

Подчеркнем, что мы здесь не говорим о том, что рассматриваемая фирма, кроме того, может попытаться частично использовать вновь полученные сторонние средства для погашения наиболее срочных долгов, таких как налоговые долги или долг которым залогом являются именно те самые основные фонды предприятия, которые ему нужны для осуществления антикризисных продуктовых или процессных инноваций. На практике, однако, прибегают и к этому.

§ 3. Расчетная оценка вклада конкретных инноваций в повышение стоимости предприятия

Оценка методом дисконтированного денежного потока

Определение вклада тех или иных предполагаемых инноваций в увеличение стоимости финансово-кризисного предприятия зависит от:

1) общей финансовой эффективности (*чистой текущей стоимости, внут.ней нормы доходности, срока окупаемости*), коммерческой перспективности (*с;полезной жизни*, т. е. прогнозируемого времени получения положительных чистых доходов от реализации соответствующей продукции) и *рискованности* новшества (неопределенности получения доходов по основанному на нем инвестиционному проекту);

2) доступности предполагаемой инновации для самофинансирования данным предприятием или финансирования ее за счет привлечения ограниченных внешних источников партнерского и заемного капитала - особенно в части старта инвестиций, если проект по коммерциализации рассматриваемой новой технологии еще только предстоит начать;

3) цели (определения) оценки стоимости (оценка предприятия как действующего или как закрываемого либо подлежащего значительным сокращениям в объемах операций и занятых работников - они способны быть весьма разнящими

4) метода оценки обоснованной рыночной стоимости фирмы на данный момент и на интересующее оценщика будущее время (при использовании

разных методов оценки могут получаться несколько отличные друг от друга величины);

5) длительности прогнозного периода, в течение которого будет осуществляться антикризисное управление, нацеленное на реализацию и проявление положительных результатов рассматриваемой инновации;

6) уровня наблюдаемой инфляции и степени определенности инфляционных **ожиданий** на срок полезной жизни инвестиционного проекта на основе возможной **инновации** (по крайней мере - на срок окупаемости капиталовложений в нее

Раскрывая эти моменты, необходимо опираться на тот или иной конкретный метод оценки предприятия.

Если оценивать финансово-кризисное предприятие по методу дисконтирования денежного потока, то его обоснованную рыночную стоимость (fair value) или симально возможную цену LU^* за предприятие (когда обеспечивается достаточная конкурентность между потенциальными покупателями долевых участием и общая цена за предприятие повышается до уровня, при котором чистая текущая стоимость капиталовложений инвесторов стремится к нулю) можно пред- зить применительно к продолжению деятельности фирмы *без внедрения* того ~ л иного рассматриваемого новшества и для случая его *внедрения*, сопоставив по- аемые расчетные величины этой стоимости. Тогда вклад инновации в повыше- Е стоимости предприятия как раз и окажется равным разнице между соответст- ощими оценками.

Применительно к случаю *невнедрения новшества* обоснованная рыночная стои- : ть предприятия будет равна остаточной текущей стоимости $PV_{ост}$ ожидаемых : одов (возможно, убытков) фирмы при простом продолжении ее операций, т. е. " точной стоимости предприятия без внедрения на нем новшества:

$$LU_{max}^* - PV_{ост} = \sum_{j=1}^M \sum_{t=1}^{N_j} \frac{L_{jt}}{(1+r)^t} - \sum_{t=1}^{\infty} \frac{L_{t0}}{(1+r)^t}$$

■ ; = 1, 2, 3, ..., M - номера осуществляемых на предприятии проектов (выпускаемых продуктов);

5 - 1, 2, 3, ..., N_j - номера единичных периодов (годов, кварталов, месяцев), вплоть до номера периода окончания срока полезной жизни N_j проекта;;

L_{jt} - ожидаемые денежные потоки (прибыли или убытки) предприятия при реализации уже осуществляемых проектов (при продолжении выпуска ранее освоенной продукции);

r - индивидуальная ставка дисконта по конкретному проекту; из числа осуществляемых проектов, учитывающая его систематические или несистематические инновационные риски.

Применительно к случаю (обещаемому отнюдь не на 100% инициаторами проек- недрения антикризисного новшества обоснованная рыночная стоимость пред- з'ятия уже на момент внесения полной ясности с перспективами внедрения этого ■вщества (так, что на данный момент имеются подготовленное технико-эконо- ■гическое обоснование проекта освоения нововведения или бизнес-план рассмат- ю аемого проекта, а также налицо все конкурентные преимущества, лежащие в оспе Е г ожидаемых по проекту доходов, - патентные права, ноу-хау или уникальные г тциальные материальные активы, т. е. специальные технологическое оборудова- рт и оснастка, специально оборудованная недвижимость и пр.) оказывается рав-Е : остаточной текущей стоимости ожидаемых доходов предприятия $PV_{ост}$, отли- шв: щейся от его остаточной текущей стоимости без учета внедрения новшества ■Lсг на чистую текущую стоимость P V_{ост}. без новш. проекта освоения рассматриваемой Е- новации e:

$$\Pi_{max} = PV_{\text{ОСТ. без НОВШ.}} + NPV_e$$

где $NPV_e = -I_0 + \sum_{t=1}^T A_t / (1+i_e)^t$

$-I_0$ - стартовые инвестиции по проекту новшества e ;

A_t - ожидаемые в периоды денежные потоки по новшеству e ;

i_e - индивидуальная ставка дисконта, учитывающая риски предпринимательского бизнеса;

T - срок полезной жизни новшества e .

Ставка дисконта при расчете остаточной текущей стоимости бизнеса должна определяться как доходность альтернативного вложения тех же средств и на тот же срок в бизнес либо инвестиционный актив, сопоставимые с оцениваемым бизнесом по его рискам.

Если:

- считать главными инвестиционными рисками относительно постоянного **риски отраслевой принадлежности** бизнеса (риски неустойчивости спроса и конкуренции на характерных для данной отрасли рынках сбыта, риски изменения предложения характерных для отрасли покупных ресурсов: L контрактные риски взаимодействия с характерными для отрасли контрагентами и пр.);
- и измерять инвестиционный риск, как это принято в теории управления ИНЕ - **стабилизированными рисками, изменчивостью дохода с рубля инвестирования капитала** (наиболее строго - среднеквадратическим отклонением σ этого дохода от его средней величины за прошлое время (ретроспективу) m , равную предполагаемому сроку будущего инвестирования в оцениваемый бизнес, и наиболее естественным нерасчетным методом определения учитывают риски бизнеса ставки дисконта может являться следующий).

Первое. На фондовом рынке - как на наиболее информационно «прозрачно»⁴ сегменте рынка капитала - необходимо найти такой публично обращающийся (регулярно торгуемый или хотя бы надежно котируемый) инвестиционный актив (например, ликвидные акции любой открытой компании), изменчивость доходности покупки которого за указанное прошедшее время m была бы такой же, как и изменчивость доходности вложений в рассматриваемый бизнес.

Когда удастся найти такой актив, это будет означать, что на фондовом рынке обнаружен инвестиционный актив с тем же уровнем риска, что и оцениваемый бизнес.

Имея в виду, что изменчивость вложений в оцениваемый бизнес может быть определена в простейшем случае как изменчивость рентабельности собственного капитала (ROE - return on equity) данного предприятия (или ближайшей к нему открытой компании-аналога той же отраслевой принадлежности), нужно следовательно, **найти** такой инвестиционный актив, по которому бы наблюдалось:

I_y и σ_{ROE} - соответственно среднеквадратические отклонения доходности y актива и рентабельности собственного капитала оцениваемого бизнеса (либо компании-аналога) в отдельные годы или месяцы ретроспективы m (y_t и ROE_t) от их средних (y и ROE) годовых или месячных значений за это прошлое время m

$$\frac{\sigma_y}{m} \cdot \frac{j_i(ROE_r - ROE)}{ROE - y}$$

Второе. За ставку дисконта для оценки рассматриваемого бизнеса, т. е. за доходность, фактически компенсирующую (для инвесторов на фондовом рынке, которые могут быть и инвесторами данного предприятия) тот же уровень риска, что и в сопоставимой по риску инвестиционной альтернативе, тогда можно принять ту доходность г/о охарактеризованного выше найденного на фондовом рынке инвестиционного актива, которая наблюдается в настоящее время (в текущем периоде с номером t) из расчета цены его фактически имеющих место покупок и показывает, что для такой доходности служит для потенциальных инвесторов достаточной компенсацией ацией за риск на уровне $a_y = a_{ROE}$:

$$i = y_0$$

Если говорить, если вкладывать средства не в оцениваемый бизнес, а в такой объект: подобранный инвестиционный актив, то с каждого рубля инвестиции при том же уровне риска было бы возможно получать доход. Это и означает, что величина соответствует классическому определению ставки дисконта.

Иными словами, если иных инвесторов - участников фондового рынка подобран: уровень доходности актива, который повысился в результате падения рыночной доходности на него, уже удовлетворяет в качестве уровня, достаточно компенсирующего риск актива (что видно из факта его покупок, когда доходность актива как раз равна величине y_0), то такой же ($a_y = a_{ROE}$) риск бизнеса для тех же потенциальных инвесторов должен был бы компенсироваться той же минимально требуемой доходностью (нормой дохода) y_0 .

В соответствии с теорией управления инвестиционными рисками с точки зрения последнего соображения еще более финансово корректным было бы принять за ставку дисконта (понимаемую как достаточно компенсирующую риск = $C5_{ROE}$ норму дохода) ту величину $y(y_0)$ средней за ретроспективу m доходности рискованного инвестиционного актива, которая устанавливается в результате повышения доходности этого актива в текущем периоде до уровня y_0 .

Итак, ставку γ действительно разумно почитать за такую величину средней ожидаемой доходности инвестирования в бизнес на срок m , которая в достаточной мере компенсирует переносимую на это будущее изменчивость дохода с капиталовложе-

ния, характеризуемую показателем $a_y = a_{ROE}$. Экстраполировать же на будущее этот показатель можно, если считать (как это предполагалось выше), что главные в оцениваемом бизнесе являются относительно постоянные отраслевые риски Новшеств, по которым у предприятия имеются конкурентные преимуществ или необходимые специальные материальные активы, может быть несколько -ное множество. Тогда, если предприятие будет готово эти новшества осваивать | дет иметь по ним качественно составленные технико-экономические обоснова; и тем более бизнес-планы) и если эти новшества действительно коммерчески фективны, то максимально выручаемая цена за предприятие окажется равной большей величине, а именно:

где NPV_e - чистая текущая стоимость (ценность) каждого из проектов e реальных для п: -приятия инноваций.

Очевидно, может быть поставлен следующий вопрос: при каких условиях с марная чистая текущая стоимость (NPV) рассматриваемых новшеств способна д -ствительно увеличить рыночную стоимость предприятия, определяемую по ур: ■ ную остаточной текущей стоимости $PV_{ост}$ его продуктовых линий (видов деятель:-; сти), и сделать его привлекательным для инвесторов?

Ответ на этот вопрос предполагает анализ следующих моментов, которые СЕ дятся к учету специфики оценки инвестиционных проектов на основе инноваш при анализе финансового положения кризисных предприятий.

§ 4. Критерии и показатели инвестиционной оценки проектов инноваций, типы антикризисных инноваций с точки зрения их влияния на рыночную стоимость предприятия

Во-первых, следует выяснить, каков уровень денежных потоков, прогнози мых по проекту инновации: чем он выше, тем больше вероятности, что чистая тек щая стоимость (NPV) предлагаемых к осуществлению проектов (она же - их тек; -щая остаточная стоимость $PV_{ост}$ на момент начала проекта) будет положительно таким образом, повысит рыночную оценку кризисного предприятия.

То же критично для определения альтернативного чистой текущей стоимости проекта показателя его внутренней нормы доходности (рентабельности).

Показатель внутренней нормы рентабельности (доходности) проекта (**Internal** Rate of Return) равен той величине рыночной ставки процента (например, рыш ной депозитной ставки), при существовании которой в реальности, т. е. при по* шении которой до этого уровня в течение стартового периода принятия решен

¹ Более подробно и строго описанный подход изложен в главе 2 в связи с учетом рисков бизнса (см. метод аналогий).

чале проекта и о выделении на проект стартовых инвестиций, рассматриваемый инвестиционный проект прекращает быть более эффективным по сравнению с альтернативой для любого потенциального инвестора альтернативой вложения затраченных средств.

Эта величина (i^*) находится из решения уравнения, где чистая текущая стоимость инвестиционного проекта оказывается равна нулю при использовании данной величины в качестве нормы дохода и неизвестного искомого параметра:

—

на основе показателя внутренней нормы рентабельности (доходности) проекта определяется показатель индекса прибыльности проекта (ИП):

$$0^* - 0$$

Этот индекс характеризует как бы «запас прочности» проекта с точки зрения его фактической эффективности по отношению к инвестиционной альтернативе вложения тех же средств, например, на банковский депозит. В самом деле индекс прибыльности проекта показывает на то, во сколько раз (в единицах) по сравнению с наблюдаемой на текущий момент рыночной процентной (депозитной) ставкой может еще эта ставка повыситься (особенно в стартовой период инвестиционного проекта), не превращая рассматриваемый инвестиционный проект предприятия в менее эффективный (или равноэффективный) по сравнению с обычным ссуживанием тех же требующихся средств вложением их на банковский депозит).

Указанный «запас прочности» должен также быть испытан на достаточность, позволяющую уверенно принимать решение о реальном вложении стартовых инвестиций /о в начинающийся проект - не опасаясь того, что еще до истечения текущего периода рыночная ставка процента (например, банковского депозита) «скакнет» до величины i^* и сделает проект невыгодным по сравнению с упомянутой альтернативой.

Такое испытание проект может пройти только тогда, когда среднеквадратическое (стандартное) отклонение рыночной ставки i в ближайшем прошлом a_i не превышает «запас прочности» проекта в этом отношении, равный полученному индексу прибыльности проекта ИП:

$$a_i < ИП$$

Во-вторых, существенно, какова степень неопределенности этих ожидаемых денежных потоков (каков уровень риска проекта новшества).

В-третьих (это очень важно для оценки того, как скоро фондовый рынок сумеет вердикт повышение рыночной стоимости предприятия на величину расчетной текущей стоимости начинаемых инноваций), нужно определить, каков

коэффициент окупаемости рассматриваемого проекта.

внш - -пнса

В-четвертых (не менее важно с точки зрения оценки реалистичности *и* даже самых эффективных проектов), целесообразно учесть **размер необходимых стартовых инвестиций** по проекту (так, чтобы они были посильны инициатору проекта).

В-пятых (с учетом той же реалистичности проекта), желательно принимать внимание, **какую долю стартовых инвестиций по проекту способно в порядке и профинансирования профинансировать само кризисное предприятие - инициатор проекта** (чем она выше, тем легче будет мобилизовать под проект и стороннее привлеченное и заемное финансирование - имея в виду, что потенциальные партнеры и кредиторы обычно оценивают проект и согласно тому критерию: какую долю средств, подвергающихся в связи с ним риску, изначально берет себя инициатор проекта).

Инвестиционные проекты, основанные на инновациях (т. е. новых технологиях), по определению должны предполагать возможность наилучшего выбора и новшеств, которые способны за счет существенного снижения себестоимости продукции в результате освоения удовлетворяющего новые потребности рынка продукта и печаль перспективы на максимально высокие уровни продаж и денежных потоков. При этом очевидными преимуществами пользуются те предприятия, у которых (возможно, даже в силу финансово некорректных предыдущих решений) им достаточно и не требующий слишком длительных и капиталоемких усилий научно-технический задел на стадии максимально близкой к промышленной готовности выпуска соответствующей продукции.

Причем своеобразная «экономическая справедливость» тогда обеспечивается тем, что наилучшими возможностями для скорейшего повышения своей рыночной стоимости и - при необходимости - выхода из финансового кризиса облагораживаются именно те предприятия, которые ранее позаботились (и понесли бремя этого) о финансировании необходимого научно-технического задела.

Главное тогда - правильно распорядиться этим заделом, так чтобы:

- либо сделать акцент и сконцентрировать средства на реализации указанного научно-технического задела;
- либо недооценить этот задел и отложить его реализацию на будущее. Характерные в этом отношении противоположные примеры - уже упомянутые:

сходные в контексте близкие по своему профилю и имевшие к 1992—1999: примерно одинаковые по степени своей технологической доработанности и коммерческой перспективности Горьковский (Нижний Новгород) и Лихачевский (Москва) автозаводы. Горьковский автозавод (ГАЗ) сделал в это время ставку на мобилизацию последних своих средств (а также остатков доверия к нему кредиторов) на доработку и освоение семейства малых грузовиков и микроавтобусов «Газель». Лихачевский же завод «терроризировал» правительства России и Москвы угрозой сокращения тысяч работников в случае, если он не получит очередных инвестиций на продолжение производства ранее освоенных им автомобилей. В их числах были и вполне сопоставимые с «Газелями» средне- и малолитражные модели, к

и вполне были способны оказаться конкурентоспособными на российском рынке. В результате, как это подчеркивалось ранее, ГАЗ сумел преодолеть свою временную неплатежеспособность и нарастить продажи «Газелей» - включая организацию сборочных производств на Украине и в Белоруссии (более того, ГАЗу, одному из четырех российских промышленных предприятий, в 1996 г. удалось разместить «пуск своих корпоративных облигаций»). В то же время Лихачевский автозавод оказался по сути банкротом (соответствующее судебное производство имело место

и т.д.), и его вынуждено было спасти правительство Москвы, выкупая контрольный пакет акций завода.

Предприятию в интересах увеличения его рыночной стоимости (а значит, возможности привлечь средства с фондового рынка путем, например, выпуска дополнительных акций или привлечения дополнительных пайщиков) и кредитоспособности более адекватны следующие два вида инноваций (они же - инвестиционные проекты на основе соответствующих инноваций):

- инновации **типа А с небольшим уровнем рисков** (так, чтобы при определении чистой текущей стоимости этих инноваций и прибавки на ее величину рыночной стоимости предприятия ожидаемые от них денежные потоки дисконтировались по максимально низкой ставке дисконта, которая включала бы все максимально низкие премии за риск - тогда чистая текущая стоимость инноваций и равный ей прирост рыночной стоимости фирмы могли бы быть наибольшими) и **относительно малыми стартовыми инвестициями** (что облегчит привлечение сторонних средств и доступных резервов самофинансирования); подобные инновации, конечно, характеризуются и невысоким уровнем ожидаемых доходов, являясь, как правило, всего лишь правильно ориентированными на конкретный сегмент рынка сбыта усовершенствованиями;
 - инновации **типа В** - напротив, **весьма рискованные, но и обещающие повышенный уровень доходов** (по инвестиционным проектам на основе подобных инноваций при расчете их чистой - совпадающей с остаточной и с прибавкой от нее рыночной оценки предприятия - текущей стоимости придется резко уменьшать текущую ценность ожидаемых денежных потоков, которые зато будут отличаться необыкновенно большой среднеожидаемой величиной); такими инновациями способны стать радикальные новшества, по которым рассматриваемое предприятие будет являться «пионером» на рынке и имеет научно-технический задел, закрепленный патентами на изобретения и полезные модели или секретностью соответствующего ноу-хау.
- В принципе оба указанных типа инноваций имеют право на существование и эффективны. Однако в том, что касается их практической действенности, инновациями **типов А и В** все же имеется существенная разница:
- **во-первых**, с точки зрения признания фондовым рынком влияния на повышение рыночной стоимости кризисного предприятия инноваций **типа В**, эти инновации предполагают **раннюю «утечку»** для данного рынка информации

о сути соответствующих проектов (об их технологическом содержании и коммерческой нацеленности на определенные потребности и сегменты товарного рынка); это создает опасность потери большей части потенциальных потребителей вследствие раннего подключения в этом случае к «технологической гонке» конкурентов; подобная «утечка» необходима из-за того, что без нее участники фондового рынка не смогут достаточно рано отреагировать повышением котировок цены кризисного предприятия на факт наличия перспективного инновационного проекта; этого не требуют инновации типа Л;

- **во-вторых**, с точки зрения срока окупаемости инвестиций инновации типа Л более предпочтительны; они успеют своей фактической начавшейся реализацией (в результате быстро осваиваемых продаж новшества или освоения более экономичного нового технологического процесса) эффективно «дать сигнал» фондовому рынку об улучшившейся перспективе на предприятии в кризисной фирме в течение настолько короткого срока, что не успеет возникнуть проблема необходимости специальных «утечек» секретной коммерческой и технологической информации;
- **в-третьих**, инновации типа А сохраняют независимость кризисной фирмы от потенциально опасных для дополнительных акционерных и кредитных инвесторов третьих лиц, которые в данном случае не будут привлекаться для финансирования инвестиций рассматриваемого предприятия и не смогут предъявлять из этого претензий на ее собственность (в частности, тогда меньшая доля в нем заемного капитала также дополнительно повысит рыночную стоимость и кредитоспособность кризисной фирмы).

Оценка методами рынка капитала и сделок

Задача прогнозирования роста рыночной стоимости компании в результате инноваций может быть решена **методом рынка капитала** - при условии, что для рассматриваемого предприятия найдется компания-аналог, являющаяся, *во-первых*, открытой и, *во-вторых*, обладающая регулярно котируемыми (не менее чем, как принято по стандартам публикуемых в еженедельнике «Эксперт» индексом АК & М, пятью профессиональными котировщиками-трейдерами), а еще лучше ликвидными акциями (тогда компания-аналог должна представлять собой на фондовом рынке так называемую «голубую фишку»).

Эта компания-аналог должна, помимо всего прочего, быть такой, чтобы в некоем известном прошедшем периоде проводились инновации, хотя бы примерно аналогичные тем, которые намечаются в настоящее время в рассматриваемой фирме (это может быть известно из опубликованных отчетов компании-аналога, из тех же публикаций в средствах массовой информации, из прочих более достоверных и закрытых источников информации).

Тогда следует выявить, как изменились после освоения данных инноваций ключевые для компании-аналога соотношения типа «Цена/Прибыль» или «Цена/Балансовая стоимость», и распространить эти изменения на оценку обоснованной рыночной стоимости рассматриваемой финансово-кризисной фирмы.

То же самое можно изложить и несколько по-другому.

Если прогнозировать рыночную стоимость Π_t предприятия на некоторую: шую, через t^* лет или месяцев, дату возможной оценки и перепродажи компакт: для этого достаточно опереться на технико-экономическое обоснование **ини** ционного проекта по освоению соответствующей продуктовой или процессной новации - либо на бизнес-план этого проекта, совпадающий с бизнес-планом ждаемого для его реализации предприятия.

Из этих документов должно следовать ПД на какой уровень прибыли (чист за вычетом процентов за кредит и налога - прибыли, возможной для распреде." инвесторам предприятия) для данного предприятия планируется выйти к ок: нию периода t^* в результате освоения рассматриваемой инновации.

Допуская, что коэффициент «Цена/Прибыль» (P/E ratio, Π/P) для отр; к которой принадлежит предприятие, достаточно постоянен во времени, на ос прогнозируемой будущей прибыли предприятия и данного коэффициента мс оценить, сколько будет стоить успешно реализовавшее инновацию предпрп через t^* периодов (лет или месяцев).

Искомая величина окажется равной:

$$\Pi_t = P_t \cdot (\$$$

(приведенное выше допущение оправданно, так как за сравнительно небольшой срок t^* общая от: вая конъюнктура, определяющая соотношение курсовой стоимости акций компаний отрасли и m шедшей аудит объявленной прибыли, изменится весьма незначительно).

Эту величину можно сопоставить с той гипотетической стоимостью Π_t , **аши** зируемой компании, которая через t^* лет или месяцев имела бы место без осуш вления проекта по освоению (созданию и освоению) рассматриваемой инно» ции при условии, что прибыль компании спустя это время (будучи определен; основе простой экстраполяции фактического тренда прибылей фирмы) оказал через t^* периодов всего лишь на уровне Π_{t^*} .

Очевидно, упомянутая гипотетическая стоимость компании спустя t^* перис. была бы равна:

Ясно, что величину $\Delta \Pi_t^*$ можно определить тогда, когда имеется бизнес-п. соответствующего инновационного проекта, откуда видно, какие дополнительна прибыли в будущие периоды с номерами (\bullet способна принести планируемая новация.

Вклад $\Delta \Pi_t^*$ инновации в повышение будущей, через t^* лет или месяцев, рыночной стоимости компании, предпринимающей рассматриваемую инновацию, гласно методу рынка капитала тогда, очевидно, должен быть оценен как:

$$\Delta \Pi_t^* = \Pi_t - \Pi_{t^*} \dots$$

[для случая, когда инновация осуществляется специально создаваемым для нее - урным предприятием (дочерним по отношению к финансово-кризисной фирм- чреждаемым ею), величина $АЦ_c^*$ представляет собой прогнозируемый прирост :мости данной венчурной фирмы.

ад той же инновации в повышение текущей, на момент времени $t = 0$, рыноч- тоимости компании, только начинающей осуществлять рассматриваемую ацию, согласно методу рынка капитала может быть оценен сходным образом, рый, однако, дополнен еще одним шагом.

т шаг заключается в том, что текущую цену $Ц_0$ предприятия, увеличенную : равнению с его наблюдаемой либо определенной иным, без учета рассматри- ' инновации, образом ценой $Ц'_0$) с учетом возможности для предприятия ос- олько эту ему доступную инновацию, которая способна к истечению срока : иносить предприятию дополнительную прибыль ($П_t^* - П^1, *$), можно предста- I как текущий эквивалент (текущую стоимость) рассчитанной выше будущей тетической цены $U_{t,*}$:

- ставка дисконта, адекватно отражающая риск бизнеса, который организуется или ширяется на основе инновации (может быть определена, например, на основе моде-ш оценки капитальных активов).

и рассматриваемая компания находится до такой степени в кризисном со- нии, что вместо прибылей у нее наблюдаются убытки, то целесообразнее (хотя О было бы опереться в приведенной на прогнозируемую в результате освое- нновации прибыль) опереться не на отношение «Цена/Прибыль», а на отное «Цена/Валовой доход» («Цена/ Продажи»). Тогда величину AP_{OK} следовало - итать по формуле

· - текущий (за последний отчетный период) валовой доход оцениваемой компании;

и $I = \frac{v}{v_0}$ - соответственно отношение «Цена/Валовой доход» предприятия-ана- а до и после освоения аналогичной инновации.

писанное применение метод а рынка капитала к прогнозированию увеличения чной стоимости внедряющей новшество (продуктовую или процессную инно- ю) компании, конечно, корректно только в тех случаях, если: коэффициент «Цена/Прибыль», который используется для этого, действительно характерен для строго понятой в данном случае отрасли (что соответствует требованиям так называемого метода отраслевых коэффициентов, позволяющего опираться на характерный для отрасли коэффициент

«Цена/Прибыль») - так, чтобы: 1) включаемые в отрасль открытые коз* нии, чьи публикуемые финансовые отчеты служат для исчисления этого эффициента, имели в своем объеме выпуска долю, не меньшую, чем у о ваемого предприятия-инноватора; 2) указанные компании были сопо< мы с этим предприятием по **размеру** (это - безусловно, судя по по коли^т занятых на предприятии, его обороту или балансовой стоимости собсп го капитала), **доле и величине заемного капитала, системе учета, территсл альному месторасположению** (иначе прибыли оцениваемого предпр] инноватора до освоения инновации и после этого следует корректирова ресчитывая операционные издержки из предположения, что оно имеет систему учета и место расположения, что и компания-аналог; при Несоі вимых доле и величине заемного капитала по компании-аналогу необхо ~: и брать, перенося его на оцениваемое предприятие, коэффициент «Цена коми нии плюс Заемный капитал/Прибыль до процентов и налога»); ■ отраслевой коэффициент «Цена/Прибыль» (или «Цена компании плюс I емный капитал/Прибыль до процентов и налога») за последние годы (ю лы) в отрасли **стабилизирован** и для нее характерен как в прошлом, так и : дущем - именно тогда он может применяться для оценки влияния дои тельных обусловленных инновацией прибылей на рост рыночной стоил! компании.

Та же методология оценки роста рыночной стоимости компании в результ. приносящих дополнительную прибыль создания и освоения инновации мо;* быть использована и на основе применения **метода сделок**, который является ним из методов, объединяемых так называемым *рыночным подходом* к оценке ' неса.

Как известно, этот метод отличается от *метода рынка капитала* только тем. ■ коэффициент «Цена/Прибыль» по компании-аналогу (компаниям-аналогам) р считывается, принимая во внимание лишь цены на акции компании-ана ~ (компаний-аналогов), которые наблюдались в ближайшем прошлом по факти-ским сделкам (либо при соответствующей котировке) по купле-продаже *круг* - пакетов акций компании-аналога (компаний-аналогов). При этом крупными п.-тами акций считаются те, покупка которых дает возможность приобрести как нимум *участие в контроле* над компанией посредством введения в ее совет диг-торов своего представителя (или самого себя), что позволяет контролировать i неджмент компании.

Следовательно, использование метода сделок позволяет сделать вывод о том п тенциальном увеличении рыночной стоимости предприятия-инноватора, котор i существен лишь для акционеров, контролирующих это предприятие (имеюи: в его акционерном или паевом капитале решающую долю), и который может да внешне (на фондовом рынке) не проявиться.

Указанные акционеры (инвесторы) способны будут получить эксклюзивы; (не доступную прочим акционерам) выгоду от этого увеличения рыночной стойv сти. Они ее получают в нестандартных формах доступа к денежным потокам *фу*.

- например, переводом из нее средств путем трансферных сделок с аффилированными с инвесторами предприятиями, когда у последних товары и услуги приобретаются по завышенным ценам, либо оформляясь на фирму на завышенную отную плату. Самое же главное в том, что они будут подыскивать для перепродажи своей доли в фирме таких же инвесторов, как и они, получая выигрыш от перепродажи участия в компании по стоимости, которая резко повысилась со времени покупки ими данного участия по значительно более низкой цене.

Оценка методом накопления активов

Если освоение инновации согласно бизнес-плану соответствующего инвестиционного проекта или учреждаемого для его реализации предприятия предполагает вложение через некоторое время t , равное сроку вложения средств инвестора в проект инновации (в реализующее его предприятие), **стабильного** большего прогнозируемой прибыли (чистой прибыли) по проекту (предприятию) вторая превышает фактическую прибыль в текущем периоде Π_0 , то повышение значения прибылей можно объяснить созданием за срок t на предприятии в результате инновации новых **нематериальных активов**: *охраняемого ноу-хау, запатентованных технических решений, прироста значимости торгового имени фирмы, закрепленной вследствие временной монополии на новый продукт клиентуры, обученного персонала и пр.*

Следовательно, прирост рыночной стоимости предприятия в результате инноваций можно определить исходя как раз из ожидаемого обусловленного новацией увеличения нематериальных активов фирмы.

В этом применим уже рассматривавшийся в главе 5 **метод «избыточных прибылей»**, если его использовать в прогнозном режиме, идентифицируя Π капитализируемые «избыточные прибыли», происхождение которых приписывается созданию новых нематериальных активов, создаваемых в результате рассматриваемой инновации.

В целях оценки роста в результате инноваций общей рыночной стоимости бизнеса нематериальных активов предприятия по отдельности является избыточной. Как правило, ценен весь их «пакет». Именно его наращивание и является результатом инновационной деятельности.

Следовательно, инновационные проекты не только позволяют создавать новые нематериальные активы типа ноу-хау и патентов на изобретения, но и закреплять новые выведения на рынок новых продуктов новую клиентуру, формировать новые навыки подобранного и обученного персонала, добиваться льготных сбытовых штрафов и пр.

В оценке роста рыночной стоимости совокупности нематериальных активов предприятия (его «гудвил», в обозначениях главы 5 - НМА*) состоит в том, чтобы выделить ту часть регулярно планируемых к получению в результате инновации избытков предприятия («избыточные прибыли»), которая не может быть объяснена наличием у него к некоторому будущему моменту оцененных по их рыночной

стоимости материальных активов (с учетом плана их приобретения и созданными силами), и капитализировать их. Таким образом будет определять: ~ величина капитала, который окажется воплощенным в нематериальных активах и будет как бы порождать поток доходов в виде указанной части прибылей.

В итоге можно считать, что именно на полученную величину НМА* к некоторому будущему моменту (через t периодов) рыночная стоимость предприятия возникнет в результате успешной реализации соответствующего инновационного проекта.

Причем разумным было бы оценить то, на какую величину рыночная стоимость «гудвила» предприятия (НМА*) увеличится, как планируется, по сравнению с значением на сегодняшний момент, когда она рассчитывается относительно прогнозируемых в результате инновации, а сегодняшних прибылей (возможно даже убытков) фирмы.

Для оценки увеличения рыночной стоимости предприятия вследствие осуществления инновации еще корректнее было бы учесть то, насколько до прогнозного момента возрастет рыночная стоимость материальных активов компании благодаря их приобретению (согласно бизнес-плану инновационного проекта) запланировать еще до момента t - приобретению этих активов (оборудования, недвижимого имущества и пр. в целях расширения масштабов проекта) за счет ранее полученных от инновационных чистых прибылей.

§ 6. Динамика изменения вклада инновационных проектов в повышение рыночной стоимости предприятия

Важно, что вклад инноваций как инвестиционных проектов (инновационных проектов) в повышение рыночной стоимости предприятия изменяется, по мере того как реализуются отдельные последовательные стадии **жизненного цикла инновации**.

Согласно доходному подходу к оценке бизнеса, инновационный проект как бизнес-линия добавляет к рыночной стоимости предприятия величину, равную *текущей стоимости* или *ценности* ($PV_{ост}$) бизнеса, становящегося возможным при освоении инновации.

Когда этот бизнес еще не начат, т. е. к инновационному проекту еще не приписаны, указанная добавка достигает лишь уровня *чистой текущей стоимости* (KP) проекта, которая составляет не что иное, как частный случай остаточной текущей стоимости еще не начатого бизнеса.

Если уже на такой **самой** предварительной стадии инновационного проекта текущая стоимость (ценность) положительна ($NPV > 0$), то это значит, что: ■ либо любой инициатор данной инновации - не только данное предприятие может, взявшись за рассматриваемую инновацию, на ней с каждого рубля затрат капиталовложений заработать за весь срок ее жизненного цикла на величину NPV больше, чем мог бы накопить тот же инвестор за одинаковое время дежурных тех же средств, например, на банковском депозите с сопоставимым риском (неопределенностью) получения дохода;

- либо предприятие имеет на сумму, равную NPV , нематериальных активов (конкурентных преимуществ, прав собственности), которые позволяют предприятию - и только ему - предпринять рассматриваемый инновационный проект.

Приращение рыночной стоимости предприятия вследствие способности его на-
I инвестиционные (инновационные) проекты по освоению новых выгодных ви-
I продукции или новых снижающих издержки (преимущественно переменные)
югических процессов может оказаться тем более значимым, чем более суще-
ыми конкурентными преимуществами по поводу указанных инноваций об-
компания.

ими конкурентными преимуществами, например, в высокотехнологичных
I - лях, способны быть уникальные:

- нематериальные активы (ноу-хау), заключающиеся в наличии у предприятия завершенных опытно-конструкторских и проектно-технологических разработок готовой к освоению выгодной и имеющей спрос продукции (наличии на нее отработанной конструкторской и технологической документации);
 - патенты на содержащиеся в указанных разработках ключевые технические решения;
 - технологическое оборудование и оснастка (приспособления, контрольно-измерительные приборы и инструменты);
 - обученный и подобранный персонал;
 - доступ к необходимым источникам сырья, поставкам необходимых специальных комплектующих изделий и полуфабрикатов и пр.
- подобных конкурентных преимуществ освоение основанных на них бизне-
!курентам недоступно.

В результате обусловленной перечисленными уникальными активами потенци-
ной и фактической инновационной монополии чистые текущие стоимости (они
ином частном случае - остаточные текущие стоимости) подобных еще не на-
:х, но реальных для освоения предприятием бизнесов оказываются положи-
ными и вносят существенный вклад в повышение рыночной оценки имеющих
анный научно-технический задел предприятий.

аметим, что в отличие от инвестиционных проектов по вложению средств
дприятия посредством фондового или кредитного рынков, где чистая текущая
:мость любых проектов при увеличении степени конкурентности этих рынков
мится к нулю, чистая текущая стоимость технологических продуктовых и про-
ных инноваций совсем не обязательно будет стремиться к нулю при возраста-
степени конкурентности товарных рынков. Это объясняется тем, что если на
::ах капитала **в принципе достижима** чуть ли не абсолютная высокая степень
:урентности (вследствие роста объема и информационной прозрачности фон-
:го рынка, роста числа банков и пр.), то на товарных рынках **в принципе не дос-**
има степень конкурентности, соответствующая понятию «рынок совершенной
•:урентности» - из-за наличия исключительных прав собственности (в том числе
гглектуальной собственности в форме патентных прав), уникальности и закре-
юости в чьей-то собственности многих природных и сырьевых ресурсов.

По мере продвижения предприятия по стадиям инновационного проекта пример, завершение разработки новшества, освоение производства, освоение и создание сбытовой сети, продвижение продукта на рынок, рост продаж, мероприятия по поддержанию производственных и торговых мощностей, насыщение рынка, падение продаж, прекращение выпуска) **остаточная текущая стоимость (ценность) PV_{ocr}** инновационного проекта и вклад его в рыночную стоимость предприятия изменяются (соответственно изменяется и финансовая привлекательность предприятия).

Это изменение отвечает следующим закономерностям.

1. В связи с изменением структуры остающихся по проекту денежных потоков Сначала, по сравнению с величиной NPV , остаточная текущая стоимость P_m

инновационного проекта и его вклад в повышение рыночной стоимости предприятия возрастают. Это вызвано тем, что:

- в расчет остаточной текущей стоимости на более продвинутых стадиях проекта уже не входят отрицательные денежные потоки по стартовым инвестициям в разработку и освоение инновации;
- до ожидаемых наиболее высоких прибылей от значительных продаж проекта остается все меньше времени, так что эти существенные положительные денежные потоки дисконтируются на меньшие периоды времени и их текущая стоимость (текущий эквивалент) становится больше.

Потом наступает перелом (точка Л), когда после некоторого момента остаточная текущая стоимость инновационного проекта и его вклад в повышение рыночной стоимости начинают уменьшаться. Это обусловлено тем, что в инновационном проекте наступают стадии уменьшения продаж и денежных потоков (срок полезной жизни проекта приближается к завершению). Причем если вовремя не будет прекращен ранее начатый бизнес, то остаточная текущая стоимость ранее освоенного бизнеса и его вклад в стоимость предприятия станут отрицательными величинами, что сделают предприятие еще более кризисным, чем оно было до начала инновации.

В силу отмеченной закономерности изменение остаточной текущей стоимости (ценности) инновационного проекта и его вклада в рыночную стоимость предприятия; таким образом, происходит по некоторым параболам, характер которых зависит от цели и структуры денежных проектов по конкретному проекту (см. рис. 9.1).

2. В связи с уменьшением неопределенности в ожидаемых денежных потоках (предполагается, что их прогноз сделан правильно).

Увеличение остаточной текущей стоимости инновационного проекта и его вклада в стоимость предприятия до точки А ускоряется, а после точки А их уменьшение замедляется благодаря тому, что при подтверждении прогноза денежных потоков по проекту (возникновении так называемой «ретроспективной прогнозируемости» бизнеса) расчет остаточной текущей стоимости проекта на более поздних его стадиях будет осуществляться с использованием все более низкой ставки дисконта (в ставку дисконта, если ее определять на основе широко применяемого метода «кумулятивного построения», будет включаться все более низкая «дополнительная премия за недостаточную ретроспективную прогнозируемость прибылей»). При этом темп,

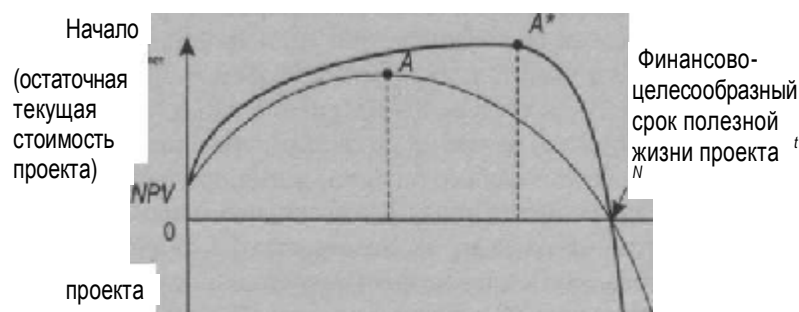
1й эквивалент тех же остающихся по проекту денежных потоков окажется более высоким, чем тот, который получался только с учетом закономерности 1.

NPV^t (остаточная текущая стоимость проекта)	L	Финансово-целесообразный срок полезной жизни проекта
0 Начало проекта		Календарное время

Рис. 9.1. Изменение остаточной текущей стоимости (ценности) инновационного проекта и его вклада в рыночную стоимость предприятия по мере реализации проекта в связи со структурой его денежных потоков (варианты)

Вследствие эффекта уменьшения неопределенностей в получении остающихся проекту денежных потоков и соответствующего уменьшения ставки дисконта, которая закладывается в позднее рассчитываемые показатели, смещается в сторону более позднего момента и точка перелома A (превращаясь в точку L^*).

Модифицирующее закономерность 1 воздействие закономерности 2 проиллюстрировано на рис. 9.2. Для большей наглядности на этом рисунке показано то, как закономерность 2 модифицирует динамику изменения во времени остаточной текущей стоимости только одного конкретного инновационного проекта. Кривая модифицированной динамики обозначена более жирной линией.



Календарное
время

**Не 9.2. Модификация изменения остаточной текущей стоимости (ценности) инновационного
~проекта и его вклада в рыночную стоимость предприятия по мере реализации проекта в связи
: уменьшением, по мере продвижения по проекту, неопределенностей в получении
остающихся денежных потоков**

Финансово-целесообразный срок полезной жизни проекта /[^]определяется
тем, : если проект относительно этого срока продлить (т. е. продолжать
выпускать ра-

нее освоенную продукцию), то вклад такого бизнеса в рыночную стоимость ст отрицательным - иначе говоря, продление бизнеса будет уменьшать его рыночную стоимость, делать предприятие еще более финансово-кризисным, чем на момент начала инновационного проекта.

3. В связи с сохранением или утратой для предприятия возможности продать бизнес, ранее начатый по инновационному проекту.

Сохранение такой возможности, при прочих равных, увеличивает остаточную ценность инновационного проекта и его вклад в стоимость предприятия, утрата же уменьшает.

Продажа ранее начатого инновационного проекта может происходить в двух формах:

а) продажи акций учрежденной для реализации проекта специализированной фирмы;

б) продажи бизнес-линии посредством продажи имущества, ранее приобретенного или созданного собственными силами для его осуществления (включая нематериальные активы), а также делающих бизнес легальным, исключительных прав собственности (патентов, лицензий), переуступки (цессии) позиций по заключенным контрактам (в том числе трудовым).

Существенно, что возможность продажи ранее начатого по инновационному проекту бизнеса с продвижением по проекту, как правило, изменяется. При этом, если имеется в виду форма а), то эта возможность возрастает, так как при росте бизнеса специализированная на нем фирма не просто растет, но и из закрытой компании (не пользующейся привлечением капитала с фондового рынка) превращается в открытую с размещенными на фондовом рынке (чаще - внебиржевом) акциями, чья ликвидность также увеличивается.

Если же специализированная на инновационном проекте фирма предприятие не учреждается и для продажи бизнеса остается лишь форма б), то возможно, продать бизнес на более поздних стадиях проекта, наоборот, может снижаться из-за того, что в растущем бизнесе растет и величина специальных (специфических для данной продукции и технологии) наименее ликвидных активов, уменьшается доля универсального (пригодного для любого бизнеса) легко продаваемого имущества. На еще более поздних этапах проекта продажа этих специальных активов становится еще более проблематичной из-за их экономического и технологического (морального первого и второго рода), а также физического износа.

Моделировать закономерность 3 довольно сложно. Тем не менее в конкретных случаях ее надо учитывать, делая хотя бы экспертные корректировки прогноза изменения остаточной текущей стоимости инновационного проекта в его динамике.

§ 7. Имущественная синергетика как основа для оценки изменения стоимости предприятия, осуществляющего инновационный проект

Оценочная рыночная стоимость молодого предприятия, созданного для реализации эффективного инновационного проекта, может расти не только вследствие

матривавшихся выше факторов, которые обычно учитывают в рамках применения доходного подхода к оценке бизнеса.

Динамику роста его стоимости допустимо также планировать и прогнозировать чки зрения вероятного увеличения стоимости имущественного комплекса дан-: э предприятия по мере комплектования имущества этого предприятия вновь I лаваемыми либо приобретаемыми со стороны новыми материальными и нема- Бтэиальными активами до возникновения способности на основе сформированно- :мущественного комплекса выпускать имеющую спрос рентабельную продук- IIII ~-J.

3 процессе указанного доукомплектования специфического имущественного K мплекса в наращивании стоимости активов фирмы способен возникать так назы- ■Ь-гмый *синергетический эффект*.

Эн заключается в том, что, например, суммарная стоимость (оценочная рыноч-|EL-. И даже ликвидационная) нескольких станков, еще не составляющих технологи-й линии по выпуску рентабельной продукции, в результате покупки или соз-:я собственными силами недостающего для комплектования технологической станка, как правило, возрастает на величину большую, чем стоимость самого по дополнительного станка, т. е.:

- номер актива, входящего в недоукомплектованный имущественный комплекс до приобретения или создания собственными силами актива (активов), появление которого на предприятии дополняет его имущественный комплекс до структуры, которая позволяет выпускать и продавать рентабельную продукцию; $\sim^j i$ ~ количество активов в недоукомплектованном имущественном комплексе; L_i - оценочная (рыночная или ликвидационная) стоимость входящих в недоукомплектованный имущественный комплекс активов;

L_{m+1} - оценочная (рыночная или ликвидационная) стоимость недостающего (недостающих) для полностью укомплектованного имущественного комплекса дополнительного актива (дополнительных активов) с номером (номера) $m+1$; - \wedge комил ~ оценочная (рыночная или ликвидационная) стоимость полностью укомплектованного имущественного комплекса.

Гинергетический эффект от дополнения активов предприятия активами, недос- ЕЦИМИ до полного имущественного комплекса, может быть тогда измерен вели-1 ой А, которая выражается как

Происхождение этой величины таково, что даже при ликвидации предприятия, того как на нем сформировался необходимый для выпуска и продаж рента- :ьной продукции имущественный комплекс, денежный поток для владельцев ~приятия в достаточно длительном текущем периоде (к примеру, год) может со-і ять не только из выручки от продажи самого пополненного имущества, но и из

чистых доходов от ставших уже возможными выпуска и продаж продукции бы в течение рассматриваемого периода ликвидации.

Когда речь идет об оценке предприятия, которое будет закрываться в течение еще более длительного периода, то добавка в его стоимости в результате появления указанных выше возможных чистых доходов станет тем больше (конечно, при дисконтировании этих будущих доходов).

Если же оценивать это предприятие вообще в расчете на сохранение его как действующего, скажется то обстоятельство, что суммарный дисконтированный чистый доход от выпуска и продаж рентабельной продукции за достаточно долгий и точный срок бизнеса применительно к действительно эффективному целевому инновационному проекту предприятия в состоянии оказаться существенно выше просто суммы стоимости его имущества.

К тому же текущая стоимость используемых таким предприятием долгосрочных инвестиционных кредитов обычно меньше их суммы по балансу, которую пришлось бы при ликвидации предприятия гасить независимо от срока их истечения. В силу того, что первая из названных величин уменьшает сумму дисконтеров чистых будущих чистых доходов от выпуска и продаж продукции, а вторая сокращает ликвидационную стоимость предприятия, с учетом также данного фактора стоимости фирмы, которая после укомплектования ее имущественного комплекса может быть оценена как действующая, для выгодного бизнеса действительно выше, чем ее стоимость, понимаемая как стоимость свободного от долгов имущества до завершения заверченного имущественного комплекса.

Заметим, что на предприятиях, создаваемых для осуществления эффективных инновационных проектов, в роли активов, которые приводят к описанному выше синергетическому эффекту, зачастую выступают **нематериальные** активы вновь разрабатываемого (завершаемого разработкой) ноу-хау, полученных патентов на изобретения, выгодных (льготных) контрактов (заказов) и пр.

Все эти нематериальные активы появляются уже **после** того, как создается социализированное на инновационном проекте предприятие, они не могут быть даны или приобретены ранее. В случае, когда предприятие под проект учреждает финансово-кризисным материнским предприятием, так происходит потому, что как рассматривалось в связи с проблемами реструктуризации предприятия, только выделенное или вновь учрежденное дочернее предприятие имеет шансы привлечь необходимый дополнительный капитал, оказаться в глазах потенциальных заказчиков более дееспособным, чем финансово-кризисное материнское предприятие; и пр.

Подчеркнем, что, применяя здесь только кратко изложенный подход, можно наружить и доказать рост стоимости молодого предприятия даже на тех стадиях осуществления им в принципе эффективного инновационного проекта, когда еще не начаты выпуск и продажи вновь осваиваемой рентабельной продукции, т. е. тогда, когда доходный подход к оценке изменения стоимости такого предприятия в мере продвижения его целевого инновационного проекта, по всей вероятности, еще не позволит выявить рост стоимости реально не начатого бизнеса.

8. Мониторинг роста стоимости предприятия по мере реализации его инновационного проекта

При управлении продуктовыми и процессными инновациями предприятия зачастую важным оказывается просто с надежностью следить за тем, чтобы дальнейшее сдвигение по стадиям соответствующего инновационного проекта продолжало бышать оценочную рыночную стоимость фирмы, которая, как ожидают, в случае явления ее акций на фондовом рынке будет «подтверждена» оценкой самого рынка.

Если подобный мониторинг укажет, что оценочная рыночная стоимость компании в результате осуществления проекта начинает не повышаться, а понижаться, то следует незамедлительно внести коррективы в бизнес-план проекта. Хотя бы для целей проведения указанного мониторинга необходимо совместить

и рассмотренных выше подхода к оценке влияния технологических и организационных инноваций на изменение стоимости начинающего инновационный проект предприятия - т. е. как подход, основанный на методе дисконтированного потока, так и подход, базирующийся на выявлении синергетического эффекта роста стоимости накапливаемых предприятием активов. Это позволяет сделать анализ с использованием так называемого «Q-фактора», предложенного Дж. Тобином (Tobin James)¹.

Этот анализ предполагает постоянное отслеживание двух важнейших параметров, отражающих то, как в результате осуществления инновационного проекта изменяются:

- соотношение («Q-фактор») между оценочной рыночной стоимостью АКТ*активов выполняющей проект фирмы и их восстановительной стоимостью АКТвосст (последняя представляет собой гипотетические затраты на создание рассматриваемого имущества, с учетом его износа, в настоящий момент времени при сегодняшних ценах на все необходимые покупные ресурсы); «Q-фактор» при этом равен:

$$Q = \frac{Q}{AKT} \cdot AKT^* \cdot AKT^{восст},$$

- разница A между отражающей риски проекта ставкой дисконта i и средневзвешенной стоимостью $/_{свк}$ капитала предприятия, реализующего данный проект (см. главу 3).

Если параметры Q и A увеличиваются, то по мере осуществления инновационного проекта растет и стоимость предприятия. Если они уменьшаются, то стоимость предприятия падает. Граничными значениями приведенных параметров служат: для фактора Q -

бесконечность, для разницы A - ноль.

[Иначе говоря, когда оценочная рыночная стоимость изменившихся в результате осуществления активов фирмы превышает их восстановительную стоимость

¹ Black L., Wright P., Bachman J. In Search of Shareholder Value. London, 1998. P. 84-90.

($Q < 1$) и когда обоснованная с учетом рисков проекта (определенная, например, согласно модели оценки капитальных активов) ставка дисконта z остается больше чем средневзвешенная стоимость капитала фирмы $i_{снк}(i > i_{снк})$, инновационно проект действительно увеличивает стоимость предприятия. Когда Q -фактор Q на становится меньше единицы, а параметр A падает ниже нуля, то стоимость реализующего проект предприятия из-за продолжения этого проекта уменьшается.

Конечно, в данном случае было бы корректно рассматривать не столько средневзвешенную стоимость капитала осуществляющей проект фирмы, сколько средневзвешенную стоимость капитала, который непосредственно используется для финансирования проекта. Это объясняется тем, что работающая и с другими проектами фирма может фактически в интересах отслеживаемого проекта ИСПОЛЬЗОВАТЬ капитал с иной средневзвешенной стоимостью. Кроме того, норма дохода для собственного капитала такой фирмы в целом, по-видимому, отличается от ставки z , которая учитывает риски конкретного анализируемого проекта (за исключением случая, когда эта ставка рассчитывается по методу кумулятивного построения ставки дисконта).

Отмеченная проблема устраняется, если речь идет о фирме, специально созданной для осуществления лишь соответствующего инновационного проекта.

Наглядно отмеченное отражается в следующей диаграмме (см. рис. 9.3).

$Q=1$	9	Стоимость предприятия повышается
	Стоимость предприятия понижается	?
$I - I_{свк} < 0$		$I = I_{свк}$
		$I - I_{свк} > 0$

Рис. 9.3. Влияние Q и A -факторов на изменение стоимости предприятия

По поводу изменения стоимости реализующего инновационный проект предприятия нельзя сказать ничего определенного, если параметры Q и A таковы, что в данный момент времени: а) фактор Q больше единицы, но зато параметр A меньше нуля - либо, наоборот, б) фактор Q меньше единицы при величине параметра большей нуля.

Заметим, что если природа отражения изменения стоимости предприятия Q -фактором Тобина достаточно ясна (в частности, рост количественной величины этого фактора соответствует росту ликвидационной стоимости фирмы), то требование для растущего в цене предприятия положительности параметра A может быть объяснено тем, что планировавшийся в начале осуществления проекта его чистый дисконтированный доход (NPV) способен быть фактически подтвержденным только тогда, когда внутренняя норма рентабельности проекта на всем протяжении капиталовложений в него продолжает оставаться меньше стоимости **используемого** в проекте собственного и заемного капитала.

Стоимость предприятия при этом также растет и потому, что компания, реализуя проект, продолжает пользоваться достаточно дешевым кредитом и имеет долг:-

немного капитала, достаточного для того, чтобы выигрывать от налоговой экономии в результате выведения из налогооблагаемой прибыли процентных платежей I :> долгосрочным кредитам. Вследствие всего этого средневзвешенная стоимость капитала фирмы (см. формулу для $i_{\text{СВСК}}$) оказывается достаточно низкой даже при m , что из-за увеличения доли заемного капитала в структуре капитала компании \sim стоимость для инвестора собственного капитала предприятия (на уровне ставки дисконта, учитывающей риски бизнеса и сосчитанной, например, по методу кумулятивного построения ставки дисконта) повышается.

Обобщая, можно сказать, что если фактор Q больше единицы и одновременно фактор A больше нуля, обоснованная рыночная стоимость реализующей инновационный проект компании повышается в расчете как на возможную в будущем необходимость закрытия ставшего нерентабельным производства и продажу оставшихся достаточно дорогими высвобождающихся производственных мощностей, и на продолжение выпуска освоенной в инновационном проекте продукции. этому сектор в системе координат « $Q - A$ », представляющий собой верхнюю правую часть диаграммы на рис. 9.3, наиболее благоприятен для роста стоимости компании.

Те четверти в учитываемой при рассматриваемом мониторинге диаграмме, в которых проставлены знаки вопроса, соответствуют сочетаниям значений факторов A и Q , которые не позволяют однозначно судить об изменении стоимости фирмы по мере осуществления инновационного проекта.

В самом деле, когда фактор Q больше единицы, а фактор A меньше нуля, предприятие может расти в цене только применительно к возможному переключению на новую продукцию с высвобождением и продажей части остающегося дорогого имущества, бывшего нужным для прежней продукции. Однако подобное переключение потребует дополнительных средств, что снизит стоимость действующей компании.

Когда же фактор A больше нуля, но фактор Q меньше единицы, компания способна увеличивать свою стоимость лишь при условии непереносного продолжения выпуска освоенной ею и пока выгодной продукции, несмотря на то, что обесценение (физический, функциональный, технологический и экономический износ) используемых активов происходит быстрее, чем по иным накапливаются амортизационные отчисления на реновацию и восстановление этих основных фондов. Такое обесценение неминуемо и, возможно, скоро приведет к нехватке средств самофинансирования для поддержания производственной мощности, вследствие чего денежные средства предприятия ухудшаются, а его стоимость падает.

Зчевидно, что наиболее неблагоприятная для компании ситуация складывается а проекта инновации тогда, когда затраты на приобретение нужных по проекту материальных активов настолько увеличивают знаменатель фактора Тобина, что даже возни- ный рост обоснованной рыночной стоимости вновь создаваемых по проекту материальных активов не компенсирует уменьшения фактора Q ниже единицы. В же время в этой ситуации фактор для инновационного проекта с положитель-и показателем NPV оказывается меньше нуля из-за дорогого инвестиционного

кредита, который выдается по высокой кредитной ставке, отражающей восш кредитором еще не снизившихся рисков недостаточно продвинутого или пр>: неудачного проекта.

Заметим, что описанный выше способ мониторинга за влиянием инноваш : ного проекта на изменение стоимости предприятия должен рекомендова: в первую очередь для тех стадий ведущегося проекта, когда технологическая новация еще только осваивается, что предполагает продолжение капиталов-! жений в новые активы и не позволяет ориентироваться на уже налаженные проекту денежные потоки от продаж соответствующей продукции. Именно в I время важно, в какой степени достигается ранее анализировавшаяся имущеe венная синергия - она найдет отражение в факторе Q - и насколько дешева и какой по величине заемный капитал используется для разворачивания щ екта, что отслеживается в факторе L .

Для последующих стадий проекта более естественно в качестве фактора [сматривать не разность между нормой дохода (ставкой дисконта) по прое и средневзвешенной стоимостью финансирующего проект капитала, а то, наск■_ ко фактически достигнутая и измеренная в денежных потоках проекта отдач, сделанных в него капиталовложений ($CFROI_{dKl}$) превышает норму дохода (ста дисконта) z по проекту и продолжает ли превышать ее вообще.

Таким образом, фактор следует определять так:

$$f_{\text{факт}} = z,$$

$$A = CFROI$$

$$\text{где } CFROI_{\text{факт}} = \frac{ДП_{\text{факт}}}{(АКТ)_{\text{факт}} - (Износ)_{\text{накопл}}};$$

$$+(Износ)_{\text{накопл}};$$

$$(АКТ)_{\text{факт}}$$

$ф$ ~ фактически наблюдаемый в текущем периоде денежный поток по прое: (обусловленное сальдо притоков и оттоков денежных средств); $(АКТ)_{\text{факт}}$ - остаточная балансовая стоимость активов, приобретенных и создан-собственными силами в рамках инновационного проекта; $(Износ)_{\text{накопл}}$ - суммарные ранее сделанные отчисления на износ этих активов; их бавление к остаточной балансовой стоимости соответствующих активов на сегодня ний день позволяет восстановить фактическую стоимость приобретения или созда:- собственными силами этого имущества, по которой они ранее ставились на баланс и чинали амортизироваться.

Если инновационный проект осуществляется специально созданной для эт< фирмой, которая не имеет прочих видов деятельности, то все приводимые выше і казатели рассчитываются в целом по компании.

Использование доходного подхода

• оценке бизнеса в условиях финансовой и экономической неустойчивости

1. Расчет текущей стоимости ожидаемых денежных потоков с их дисконтированием по изменяющейся во времени норме дохода

Привычная операция по дисконтированию будущих доходов и затрат на основе использования формулы сложного процента теряет свой финансовый смысл, если применительно к рассматриваемому будущему периоду нельзя говорить о какой-то неизменной и реальной только для условий финансовой стабильности в стране норме дохода в альтернативных и сопоставимых по риску вариантах перевложения получаемых доходов либо позднее осуществляемых затрат.

В частности, когда такая норма отсутствует, единую ставку дисконтирования становится невозможным понимать как упускаемый доход с рубля дисконтируемых будущих доходов для случая, если бы их можно было иметь уже в настоящий момент. Соответственно, результат дисконтирования уже нельзя понимать как текущий эквивалент будущего дохода, так как не выполняется базовое уравнение финансовой эквивалентности между величиной этого дохода DP_t , если его получать через t периодов, и результатом дисконтирования, осуществленного с использованием обычной ставки дисконтирования и обычной применявшейся выше формулы текущей стоимости (present value).

В самом деле:

$$DP_t$$

— адекватно учитывающая риски бизнеса ставка дисконтирования, равная доходности инвестирования в сопоставимый по риску инвестиционный актив на момент оценки; h_t — ожидаемые доходности указанного актива в будущие периоды с номерами 1, 2, 3, ..., $t-1, t$ (т. е. нормы дохода для продолжения держания средств в рассматриваемом бизнесе в эти периоды).

Наче говоря, если фактически ожидается изменение доходности актива, сопоставимого по рискам с вложениями в данный бизнес, то нет никаких оснований для того, чтобы считать, что будь величина DP_t получена не через t периодов, а сейчас,

$$DP_0$$

то, мол, можно было бы t раз на один период перевкладывать, каждый период

получая бы с рубля перевложений доход в z копеек - в итоге после t раз подоен $л$ перевложения накопив ту же величину ДП, которую также спустя t периодов мм но заработать в оцениваемом бизнесе.

В действительности этот доход за первый период составит $ц$ копеек (в принц: $п$ $ц$ равняется $г$), за второй период (с номером 2) - i_2 копеек, за третий период (с не $т$ ром 3) - $г'з$ копеек - и так далее, завершая будущим периодом с номером $л-1$, кс п этот доход составит $z_{л-1}$ копеек, и периодом с номером t , когда рассматриваем i ход будет i_t копеек.

Финансовая эквивалентность дохода ДП, $^{\wedge}$ с бизнеса, если его получение **той** руется через t периодов, и его текущего эквивалента РУ(ДП₁) в ситуации **ожги** мой переменной доходности альтернативного инвестиционного актива, значит жет быть достигнута только если считать указанным текущим эквивалентом дующую величину:

где $\Pi(1+^{\wedge}) = (1+z_1)x(1+i_2)x(1+Z_j)x...x(1+z_{л-1})x(1+z_t)$ - коэффициент дисконтеров при использовании переменной ставки дисконтирования;
 e ($e = 1, ..., t$) - вспомогательный условный номер, которым нумеруются периоды бираемый от 1 до t

Тогда выполняется:

$$\text{ДП}_t = \prod_{e=1}^t (1 + \frac{Ц_e}{100})$$

Это **и** доказывает, что текущим эквивалентом будущего дохода $ДД^{\wedge}$ в услов.;; когда ожидается изменение доходности альтернативного инвестирования, явл ся результат деления этого дохода на коэффициент дисконтирования с использо нием переменной ставки дисконтирования.

Соответственно, остаточной текущей стоимостью любого оцениваемого бизн. в указанных условиях будет величина:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{ДП_t}{(1 + r_{в\text{ост}})^t} \quad \text{или} \quad PV = \frac{ДП}{r_{в\text{ост}} - La}$$

где n - остаточный срок бизнеса.

Приведенная формула является базовой, наиболее общей для самых разлг ных условий оценки бизнеса.

Практика оценки бизнеса в условиях нестабильной доходности сопоставим по риску с бизнесом инвестиционных активов, доступных для приобретения

ФОНДОВОМ рынке, предполагает два излагаемых ниже альтернативных варианта использования описанного подхода. **Первый вариант**

Учет рисков бизнеса осуществляется посредством применения метода сценариев с помощью которого в меньшую сторону корректируются прогнозируемые по ' изнесу денежные потоки.

В дополнение к уже рассматривавшемуся выше материалу по методу сценариев добавим следующее.

По оцениваемому бизнесу выделяются некоторые (два-три) **ключевые факторы риска**. Для каждого из них намечается **пессимистический**, оптимистический и наиболее вероятный сценарии. Применительно к ним для каждого будущего периода t пересчитываются те компоненты в формуле плана-прогноза денежных потоков, величина которых зависит от соответствующего выделенного фактора риска. В результате денежные потоки, прогнозируемые для общего пессимистического сценария, исчисляются исходя из предположения, что по всем выделенным ключевым факторам риска проявятся присущие им пессимистические сценарии. То же касается общих оптимистического и наиболее вероятного сценариев продолжения бизнеса.

В ситуациях риска при таком подходе будет сказываться то, что ущерб для бизнеса в пессимистических сценариях будет, как правило, более значительным, чем выигрыш для него в оптимистических сценариях. Кроме того, наиболее вероятный сценарий окажется смещенным в сторону ближе к пессимистическому сценарию. Это обеспечит то, что после корректировки плана-прогноза денежных потоков исходя из допущения о нормальном характере распределения вероятностей различных сценариев развития бизнеса итоговые величины $ДП^{011}$ будут ниже, чем были бы величины до такой корректировки либо чем эти величины, рассчитанные для более вероятного сценария. Иначе говоря:

$$P = (ДП_1^{ICC} + 4 ДП_1^{VB} + ДП_1^{OП}) : 6 < ДП_1.$$

По тому, как могут пересчитываться величины $ДП^{ICC}$, $ДП^{VB}$ и $ДП^{OП}$, приведем мер, когда ключевыми факторами для ориентированного на импорт бизнеса являются курсовой и конъюнктурный риски.

Пусть есть три сценария изменения среднегодового обменного курса рубля, которые допустимо брать из плана-прогноза Министерства экономического развития России РФ. Они отражены в таблице.

Сценарии	Первый год	Второй год	Третий год
Пессимистический	$^A_{пес}$	$/C_{2пес}$	$/C_{3пес}$
Оптимистический		$K_2^{ш}$	$/C_3^{ш}$
Наиболее вероятный		K_2^{VB}	$/C_3^{VB}$

В прогнозируемых переменных издержках бизнеса выраженные в рублях цены импортные покупные ресурсы (пусть денежные потоки также номинированы

в рублях) в планируемые годы окажутся равными соответственно: в пессимистическом сценарии - $P_{доп1} \times \Lambda_1^{пес}$, $P_{доп2} \times \Lambda_2^{пес}$, $P_{доп3} \times \Lambda_3^{пес}$; в оптимистическом сценарии - $P_{доп1} \times \Lambda_1^{опт}$, $P_{доп2} \times \Lambda_2^{опт}$, $P_{доп3} \times \Lambda_3^{опт}$; в наиболее вероятном сценарии - $P_{доп1} \times \Lambda_1^{нв}$, $P_{доп2} \times \Lambda_2^{нв}$, $P_{доп3} \times \Lambda_3^{нв}$, где $P_{доп1}$, $P_{доп2}$ и $P_{доп3}$ - выраженные в долларах общие цены на импортные покупные ресурсы за рубежом.

Пусть также существуют три ожидаемых сценария изменения количества даже продукции предприятия в зависимости от изменения конкуренции и объема спроса на подобную продукцию (эти сценарии должны были бы составлять основу специального маркетингового исследования). Они также показаны в таблице.

Сценарии	Первый год	Второй год	Третий год
Пессимистический	$Q_1^{пес}$	$Q_2^{пес}$	$Q_3^{пес}$
Оптимистический	$Q_1^{опт}$	$Q_2^{опт}$	$Q_3^{опт}$
Наиболее вероятный	$Q_1^{нв}$	$Q_2^{нв}$	$Q_3^{нв}$

Тогда в прогнозируемых для бизнеса денежных потоках величины ожидаемой выручки соответственно составят: в пессимистическом сценарии - $P_x \times Q_x^{пес}$, $P_1 \times Q_1^{пес}$, $P_2 \times Q_2^{пес}$, $P_3 \times Q_3^{пес}$; в оптимистическом сценарии - $P_x \times Q_x^{опт}$, $P_1 \times Q_1^{опт}$, $P_2 \times Q_2^{опт}$, $P_3 \times Q_3^{опт}$; в наиболее вероятном сценарии - $P_x \times Q_x^{нв}$, $P_1 \times Q_1^{нв}$, $P_2 \times Q_2^{нв}$, $P_3 \times Q_3^{нв}$ - прогнозируемые для трех лет рыночные цены на продукцию предприятия.

При пересчете денежных потоков $ДП_1^{пес}$, $ДП_1^{нв}$ и $ДП_1^{опт}$ согласно общим для их выделенных факторов риска пессимистическому, оптимистическому и наиболее вероятному сценариям в результате будут учитываться следующие пары: для $ДП_1$ и $ДП_2$ - $ДП_1^{пес}$ - $P_{доп1} \times \Lambda_1^{пес}$ и $P_x \times Q_x^{пес}$, $P_{доп2} \times \Lambda_2^{пес}$ и $P_1 \times Q_1^{пес}$, $P_{доп3} \times \Lambda_3^{пес}$ и $P_2 \times Q_2^{пес}$; в оптимистическом сценарии - $P_{доп1} \times \Lambda_1^{опт}$ и $P_1 \times Q_1^{опт}$, $P_{доп2} \times \Lambda_2^{опт}$ и $P_2 \times Q_2^{опт}$, $P_{доп3} \times \Lambda_3^{опт}$ и $P_3 \times Q_3^{опт}$; в наиболее вероятном сценарии - $P_{доп1} \times \Lambda_1^{нв}$ и $P_1 \times Q_1^{нв}$, $P_{доп2} \times \Lambda_2^{нв}$ и $P_2 \times Q_2^{нв}$, $P_{доп3} \times \Lambda_3^{нв}$ и $P_3 \times Q_3^{нв}$. Другими словами, будет предполагаться, что такие пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный сценарии вытекают из того, что по выделенным факторам риска одновременно (как бы «вместе») проявятся свои пессимистические, оптимистические и наиболее вероятные сценарии.

Чтобы не дублировать учет риска, дисконтировать откорректированные по годам сценариев денежные потоки $ДП_1^{кор}$ тогда необходимо с использованием безрисковой ставки.

В этом случае элемент изменчивости нормы дохода, которую нужно предъявлять применительно к доходам в разные будущие периоды времени, должен быть отражен тем, что для дисконтирования следует использовать переменную во времени безрисковую ставку, прогнозируя то, какой она будет через год, через два года и так далее.

Формула для расчета остаточной текущей стоимости бизнеса приобретает следующий вид:

$$r_{form} = \frac{D_{тг}}{JLJ \cdot \Pi_t}$$

где R_e - безрисковая ставка, ожидаемая для будущего периода с номером e .

Определять то, какими будут будущие значения безрисковой ставки, необходимо в первую очередь в зависимости от того, в рублях или долларах (евро) номинированы денежные потоки $ДП_t^{кор}$.

Если денежные потоки $ДП_t^{кор}$ номинированы в долларах (что целесообразно, например, когда выручку в бизнесе получают в долларах), то прогноз величин R_e сводится к прогнозу доходности долгосрочных российских государственных облигаций, номинированных в долларах (так называемых российских евробондов), так как в качестве безрисковой ставки в этом случае может быть взята, как это и предусмотрено международной практикой, именно их доходность.

Говоря более конкретно, речь должна идти о прогнозе средневзвешенной (взвешенной на объемы соответствующих выпусков) доходности до погашения находящихся в обращении российских евробондов с разными оставшимися сроками до погашения.

Преимуществом подобного подхода к измерению национальной (здесь - российской) безрисковой ставки является то, что доходность имеющих хождение на мировых рынках долгосрочных государственных облигаций, по сути, косвенно отражает уровень странового риска страны - эмитента этих облигаций. Точнее - указанная доходность включает в себя признаваемую мировым рынком достаточной премии за указанный риск. Это обеспечивается тем, что доходность рассматриваемых облигаций повышается, если на них падают текущие цены, что, в свою очередь,

начинает увеличение странового риска страны-эмитента в восприятии участников рынка государственных облигаций. И наоборот, доходность номинированных в долларах долгосрочных государственных облигаций уменьшается при росте текущих цен на них, что свидетельствует о снижении в глазах участников рынка уровня

ответствующего странового риска.

Если денежные потоки $ДП_t^{кор}$ номинированы в рублях (что целесообразно, например, когда и выручку в бизнесе получают в рублях), то прогноз уровня безрисковой ставки (особенно когда на рынке отсутствуют номинированные в рублях долгосрочные государственные облигации, как это пока характерно для России) можно проводить на основе применения в динамике формулы Фишера (сама формула Фишера рассматривалась в книге выше).

В самом деле, безрисковые ставки R_e могут быть отысканы из следующих уравнений, выражаемых для каждого будущего периода с номером e

где r_e - безрисковая ставка в реальном выражении, которая может при очень точном расчете определяться на основе прогноза годовой доходности краткосрочных государственных облигаций в странах с низкой инфляцией (например, Германии), издержек транзакций,

связанных с переводом национальной валюты в валюту этих стран, а также измен — л обменного курса рубля по сравнению с их валютой; для менее точных расчетов д< мо принимать уровень r_e за постоянный и равный среднемировой реальной безрис:—: m ставке, т. е. 1,5-2,0% (например, $r_e = r = 0,015$);

S_e - инфляция в стране, ожидаемая в будущем периоде с номером e .

Для определения S_e , в свою очередь, может быть использован план-прогноз > и нистерства экономического развития и торговли РФ, в котором по каждому из П I ближайших лет имеются три сценария изменения инфляции, - пессимистичес: оптимистический и наиболее вероятный. Опираясь на эту информацию, тогда м но рассчитывать S_e как:

$$S_e = (S_e^{\text{псс}} + 45^{\text{в}} + 5,^{\text{опт}}): 6.$$

Формула Фишера, в принципе, может применяться и для выставления пер< ной безрисковой ставки, которая используется для дисконтирования буду: скорректированных по методу сценариев денежных потоков, если они номин: ваны в долларах.

Для этого следует лишь скорректировать (домножить) показатели S_e ожидаем рублевой инфляции на ожидаемое к будущему году с номером e (включая сам ~ год) изменение курса рубля к доллару. Иначе говоря, вместо показателей S_e нес/ димо использовать величины $S_{e, \text{рубль-доллар}}$, где &рубль-доллар обозначает, в долях едн: цы, падение рубля по отношению к доллару, когда этот коэффициент меньше е ницы, и, наоборот, возрастание рубля по сравнению с долларом, когда данный эффициент больше единицы. В результате мы будем получать показат долларовой инфляции в России.

Заметим, что возможен и обратный пересчет. Он может потребоваться, если безрисковая ставка вз- на уровне доходности номинированных в долларах российских евробондов, а требуется выстави безрисковую ставку, применимую для дисконтирования рублевых денежных потоков. В этом ос: ном пересчете показатель /срубль-доллар будет равняться, в долях единицы, отношению ослабле- рубля, когда указанный коэффициент, наоборот, больше единицы, и отношению укреплению: ля, когда коэффициент /срубль-доллар меньше единицы.

Применительно к ближайшему будущему России такая корректировка озна-: ет, что при ожидаемом постепенном падении рубля к доллару для того, чтобы кс пенсировать и инфляционный рост рублевых цен, и падение рубля по отношен!: к доллару, на рубль инвестиций с них даже в условиях отсутствия риска надо в г зарабатывать рублей как минимум столько, чтобы обеспечить как доход, утерива мый при невложении средств в российские евробонды, так и обесценение рубля: отношению к доллару.

Второй вариант

Учет рисков бизнеса осуществляется так, что метод сценариев не применяете но ставка дисконтирования (норма дохода) увеличивается на премию, компе: сирующую риски оцениваемого бизнеса.

Здесь возможны два подхода.

Первый подход предполагает, что на фондовом рынке найден достаточно ликвидный актив, количественная мера риска инвестиций в который равна той же мере : иска инвестирования в данный бизнес (см. **метод аналогий**, который подробно изложен в: *Валдайцев С. В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия. - М.: ЮНИТИ, 2001. С. 175-178; в дополнение к указанному материалу отметим, что в качестве рассматриваемого актива сейчас в России уже можно принимать во внимание не только акции, но и корпоративные, т. е. выпускаемые предприятиями, облигации). Тогда именно доходность y_0 такого актива на момент оценки (рассчитанная по ценам фактически имевших место с ним сделок) может служить учитывающей риски нормой дохода для оцениваемого бизнеса. Задача же учета будущего : менения во времени доходности этого сопоставимого по риску актива сведется к прогнозированию на основе имевшегося тренда (если он наметился) будущих его доходностей y_e , которые в приводившейся выше базовой формуле оценки бизнеса будут использоваться в качестве переменных ставок дисконтирования i_e . Данный подход, однако, является малопрактичным, так как вряд ли удастся найти достаточно ликвидный актив, который бы не только был напрямую сопоставим по уровню количественно измеряемого риска с оцениваемым бизнесом, но и имел бы достаточно явно выраженный тренд изменения доходности. Кроме того, последний способен изменяться, хотя и не в той степени, как будут изменяться макроэкономические условия (в первую очередь инфляция).

Второй подход заключается в использовании в динамике способа выставления : мы рискованного дохода, который основывается на модели оценки капитальных активов (CAPM).

Согласно этому подходу переменные ставки дисконтирования z_e следовало бы : ,...: считать как:

R_e - анализировавшиеся несколько выше безрисковые ставки, ожидаемые для будущих периодов с номером e

R_{me} - среднерыночные доходности, прогнозируемые для тех же периодов; β - коэффициент «бета», исчисляемый для: (1) оцениваемого бизнеса или (2) доходности акций открытых компаний, специализирующихся на том же бизнесе (той же продукции) либо (3) всей отрасли, к которой относится оцениваемый бизнес; на практике может не рассчитываться, а браться из постоянно обновляемых баз данных, ведущихся на российском фондовом рынке (в частности, по акциям, торгуемым в Российской Торговой Системе, РТС - а это, по данным на конец 2002 г., около 600 видов акций более отраслей) специализированными аналитиками (см. сайты в Интернете компаний АК & М, Тройка-Диалог, Ренессанс-Капитал и др.).

Коэффициент «бета», как видно, может быть принят за относительно постоянную величину - на уровне его среднего за ближайшее прошлое значения, если считать отраслевой систематический риск, который определяет его величину, достаточно стабилен по сравнению с риском прочих отраслей.

При использовании данных по коэффициенту «бета», помещаемых в упомянутые сайты, необходимо иметь в виду следующее:

- упомянутые открытые сайты содержат несколько устаревшую информация: (как правило, с исключением из публикуемых данных информации по последним трем месяцам);
- нельзя использовать коэффициенты «бета» по тем компаниям, которые проходят процесс реструктуризации (это должно быть известно пользователю собственных источников - например, тоже черпаемых из публикуемых в прессе обзорных и аналитических материалов); в этом случае изменчивость доходов с акций может увеличиться не в связи с колеблемостью доходов соответствующих компаний, а из-за чисто организационных причин.

Что касается показателей R_{me} , то их для будущих периодов с номерами e можно определять хотя бы на основе публикуемых в Интернете прогнозов тех же компаний АК & М, Тройка-Диалог, Ренессанс-Капитал и др.

Учет изменчивости будущей нормы дохода в пределах срока до получения ожидаемого дохода либо до осуществления прогнозируемых затрат можно было бы осуществлять и более простым, чем это описывалось выше, способом. Вместо того чтобы при дисконтировании (расчете текущей стоимости) будущих денежных потоков работать с переменными ставками дисконтирования i_e или R_e , в принципе было бы допустимо сохранить привычный общий вид формулы расчета текущей стоимости будущих доходов или затрат, опирающейся на использование единственной постоянной ставки дисконтирования, однако тогда в качестве последней нужно было бы применять не норму дохода, действующую на момент оценки, а **среднюю ожидаемую норму дохода**, исчисленную на основе спрогнозированных ставок или R_e .

Иначе говоря, можно было бы рекомендовать формулы

$$PV = \frac{DPI}{(1 + R_e)^t} = \frac{DPI}{(1 + R_{ср})^t}, \text{ где } R_{ср} = \frac{DPI}{PV} \text{ или } R_{ср} = \frac{DPI}{PV} \text{ или } R_{ср} = \frac{DPI}{PV}$$

где

При этом тем не менее заметим, что и в этом случае все равно необходимо *предварительно* устанавливать ожидаемые ставки z_e или R_e .

Кроме того, численные результаты применения формул с переменной и условно-постоянной (на уровне средней ожидаемой) ставкой дисконтирования могут оказаться практически сопоставимыми по своей точности только тогда, когда ожидаемые ставки $z_{ср}$ и $R_{ср}$ будут получаться из множеств норм дохода z_e и R_e снижающихся либо повышающихся достаточно равномерно. В то же время лежат

те в их основе планы-прогнозы на изменение инфляции (в сегодняшней России - а ее уменьшение) совсем не обязательно отвечают этому условию.

В приведенных формулах вместо показателей i_c и $J_{ср}$ поэтому было бы еще бо-ее корректно использовать показатели $z_{срх}$ и $R_{срв}$ которые следовало бы вычислять для каждого будущего периода t как:

$$L_t = |2n| t > K, .t$$

Приведенные рекомендации особенно существенны для тех стран, которые, как говременная Россия, еще не достигли финансовой стабилизации - ни в отношении темпов инфляции, ни в части среднерыночной доходности на фондовом рынке, I по поводу сравнительной доходности инвестиций в различные отрасли экономики.

Более того, изложенное вообще может рассматриваться как наиболее общий .чай расчета текущей стоимости будущих доходов и затрат, а также остаточной имости оцениваемых бизнесов. Именно так и трактуется вопрос дисконтирова- 1 будущих доходов и затрат в наиболее продвинутой специальной литературе например: *Copeland Г., Roller Г., Murrin J. Valuation: Measuring and Managing the - ue of Companies. Second Edition - New York: McKinsey & Company, Inc., 1996).*

2. Оценка бизнеса при разбиении его остаточного срока на прогнозный и постпрогнозный периоды (концепция «продолжающейся стоимости» бизнеса)

if использовании доходного подхода к оценке бизнеса зачастую сталкиваются проблемой невозможности составления детального плана-прогноза денежных по- • : з по бизнесу (денежных потоков для собственного капитала или так называе- ь: ■■: свободных денежных потоков) применительно к сколь-либо длительному "т: ^оду. Это характерно для условий экономической нестабильности в стране -- 1: тности, выраженной нестабильности в ней конъюнктуры рынков сбыта про-и и закупок необходимых для выпуска продукции покупных ресурсов. о же время очевидным в этих случаях является то, что действительный оста-й срок бизнеса гораздо больше, чем длительность того периода (как правило, и года), в рамках которого можно спрогнозировать денежные потоки по биз-тласно их формуле, учитывающей как выручку и переменные ;ки, так и стоимость и движение заемных средств, уплату налогов, изменение "зенных оборотных средств и пр.

:лтыми словами, весьма часто выявляется то, что остаточный срок n бизнеса ше длительности прогнозного периода $n_{\text{фогн}} = \text{£}^*$, для которого реально соста- :лан-прогноз денежных потоков (см. рис. 10.1).

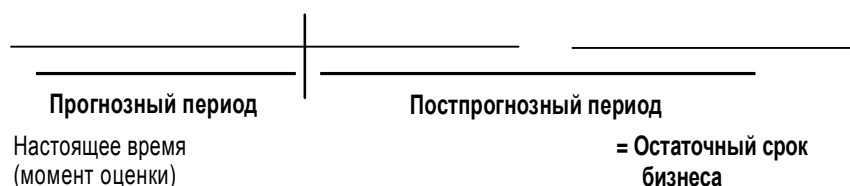


Рис. 10.1. Соотношение остаточного срока бизнеса, прогнозного и постпрогнозного периодов

Это обычно связано с тем, что:

- бизнес-план предприятия, необходимый для составления плана-прогноза денежных потоков, как правило, делают не больше чем на два-три года
- на более длительный срок невозможно серьезно прогнозировать конъюнктуру сбыта продукции предприятия и условия предложения ему покупателей;
- на срок, превышающий три года, не возьмется делать прогноз макроэкономических параметров ни один уважающий себя исследовательской честности, невозможно получить документированный прогноз темпов инфляции, обменного курса рубля и т. п. (Министерство экономического развития и торговли РФ тоже готовит и публикует прогноз основных макроэкономических параметров лишь на три года).

Применительно к разбиению остаточного срока бизнеса на две указанные можно говорить об:

остаточной текущей стоимости оцениваемого бизнеса за прогнозный период (первые два-три года), $P_{\text{ост. прогн}}$, и

остаточной текущей стоимости оцениваемого бизнеса за постпрогнозный период (последующие годы), $P_{\text{ост. пост. прогн}}$.

Из этих двух частей тогда и составляется та остаточная стоимость бизнеса, которая ранее рассматривалась в качестве максимально приемлемой для стоимости бизнеса:

$$Z_{\text{ост}} = Z_{\text{ост. прогн}} + Z_{\text{ост. пост. прогн}}$$

При этом остаточную текущую стоимость бизнеса, рассчитанную по составленному плану-прогнозу денежных потоков с бизнеса, которые ожидают; пределах прогнозного периода, иногда называют «прямой (обычной)» остаточной стоимостью (residual value) этого бизнеса, а остаточную стоимость оцениваемого бизнеса в расчете на прогноз денежных потоков в пределах постпрогнозного периода - «продолжающейся» стоимостью бизнеса (continuing value).

Остаточная стоимость бизнеса за постпрогнозный период, заметим, должна быть приведена по фактору времени - точно так же, как остаточная стоимость оцениваемого бизнеса за прогнозный период - к моменту оценки, т. е. к настоящему времени. Тогда она и окажется тоже текущей остаточной стоимостью.

Очень важным является также то, что остаточную текущую стоимость оцениваемого бизнеса за постпрогнозный период, конечно, рассчитывают на основе гор-

: более грубого прогноза ожидаемых на это время денежных потоков, чем их :лан-прогноз на срок до конца прогнозного периода (за первые два-три года).

Самым обычным для долгосрочных бизнесов является предположить, что вели-
шну денежных потоков при успешном развитии бизнеса после реализации
'лзнес-плана предприятия, рассчитанного по ближайшим двум-трем годам, удаст-
: i далее стабилизировать на достигнутом в конце прогнозного периода уровне -
■ибо, что несколько более амбициозно и характерно только для отраслей, где спрос
: стоянно увеличивается, удастся продолжить достигнутый к концу прогнозного I
;еиода темп роста (прироста) денежных потоков.

Иначе говоря, реалистичными предположениями могут служить следующие
поилки:

$$\text{для } t - t^*H > \dots, n: \text{ДП}_t = \text{ДП}_{\text{постпрог}} = \text{ДП}_t^* \text{ или } \text{ДП}_t = \text{ДП}_t^* (1 + \alpha)^{t-t^*}$$

В части соотношения между остаточным сроком бизнеса, прогнозным и пост-
>гнозным периодами для его оценки, кроме того, возможны еще два случая: (1)
остаточный срок бизнеса и, соответственно, его постпрогнозный период
ксированы (определены во времени);

(2) остаточный срок бизнеса и, соответственно, его постпрогнозный период ха-:-
:теризуются неопределенной длительностью.

В первом случае текущую остаточную стоимость бизнеса в постпрогнозном пе-
де ($PV_{\text{ост}}$ постпрогн) можно определять с помощью капитализации условно-пос-
I чного денежного потока $\text{ДП}_{\text{постпрог}}$ согласно моделям Инвуда либо Хоскальда -
лвисимости от того, каким образом при оценке учтены риски бизнеса (если они
-1 :тываются в результате корректировки ожидаемых денежных потоков по методу
. гнариев - согласно модели Хоскальда; если риски бизнеса учитываются в ставке
и::контрирования - согласно модели Инвуда).

Во втором случае величина $PV_{\text{ост}}$ востро™ устанавливается способом простой пря-√
капитализации постоянного денежного потока $\text{ДП}_{\text{постпрог}}$ либо с применением
итализации растущего с постоянным темпом прироста а денежного потока
 $(1 + a)^{t-t^*}$ согласно модели Гордона.

11менно в силу того, что все указанные модели позволяют определять текущую
ЕМОСТЬ соответствующих денежных потоков на момент их начала (в рассматри-
юй ситуации - на момент $n_{\text{прог}} = t^*$ конца прогнозного периода), рассчитанную
с :х использованием величину необходимо еще приводить по фактору времени
к моменту оценки, т. е. к текущему моменту $t = 0$. Для этого осуществляется деление

$$\text{актор текущей стоимости} \quad J \sim J(1 + i_e), \text{ рассчитанный для } t^* \text{ лет.} \\ \text{или} \\ e =$$

Особым вопросом является то, какую ставку дисконтирования (норму дохода)
::\т использовать в моделях капитализации денежных потоков, ожидаемых
: стпрогнозном периоде.

Если считать, что за срок прогнозного периода должны стабилизироваться не
ко денежные потоки по бизнесу (возможно, их темп прироста), но и внешняя
для бизнеса (макроэкономические параметры - в первую очередь инфля-

ция), то допустимым практическим решением может быть использование для vc - прогнозного периода той нормы дохода, которая ожидается на конец прогнозы I периода. Другими словами, это либо $R_c = t^*$, либо $i_c = t^*$ (см. принятые в предыдущем параграфе обозначения) - в зависимости от того, как при оценке учитываю: **риски** бизнеса.

В итоге, таким образом, для практического применения могут рекомендовать следующие расчетные формулы (с учетом материала, изложенного в предыдущем параграфе).

1. Если в постпрогнозном периоде денежные потоки условно-постоянны и будут иметь место в течение неопределенно длительного времени:

$$\frac{ДП_{постпрогн\text{кор}}}{e^{-1}} \quad \text{(или)}$$

$$\frac{ДП_{постпрогн\text{кор}}}{e^{-1}}$$

где $ДП_{постпрогн\text{кор}}$ - условно-постоянный денежный поток в постпрогнозном периоде, скорректированный по методу сценариев и равный так же скорректированному денежному потоку, ожидаемому для последнего года прогнозного периода ($ДП_{постпрогн\text{кор}} = ДП_{t^*}^{*k}$)

2. Если предполагается, что в постпрогнозном периоде денежные потоки в течение неопределенно длительного времени будут возрастать с постоянным умеренным темпом прироста a :

$$PV = \frac{ДП_{t^*}}{e^{-1}} + \frac{ДП_{t^*} \cdot a}{e^{-1} - 1} \quad \text{или}$$

3. Если в постпрогнозном периоде денежные потоки условно-постоянны, но будут иметь место лишь в течение фиксированного времени, равного разности между остаточным сроком бизнеса n и длительностью прогнозного периода $n_{ити} = t^*$:

$$PV = \frac{ДП_{постпрогн\text{кор}}}{e^{-1}} \quad \text{или}$$

$$PV = \frac{ДП_{постпрогн\text{кор}}}{e^{-1}}$$

Предложенные методы расчетов могут показаться достаточно сложными. Однако их неприменение с игнорированием остаточной текущей стоимости бизнеса в постпрогнозный период способно приводить к резкой недооценке бизнеса только из-за того, что оценщик не в состоянии сколь-либо точно спрогнозировать денежные потоки по бизнесу за пределами прогнозного периода или из-за отсутствия бизнес-плана предприятия на более длительный горизонт времени.

С другой стороны, конечно, включение в оценку величины остаточной текущей стоимости бизнеса в постпрогнозный период может приводить и к чересчур оптимистичным завышенным оценкам. Чтобы этого не случилось, необходимо возможно более консервативно подходить к прогнозу денежных потоков в постпрогнозный период, к его длительности (в этом смысле предпочтительней применять модели Хоскальда в расчете на фиксированный остаточный срок бизнеса), а также к выставлению нормы дохода и возврата капитала для постпрогнозного периода.

Современная Россия, где в рамках доходного подхода при оценке собственности в настоящее время в условиях финансовой нестабильности действительно образуются необходимость использования продвинутых способов расчетов по оценке бизнеса, служит уникальным «полигоном» для исследования и апробации анализовавшихся в этой главе методов.

Вопрос о норме [текущего] дохода и норме возврата капитала в оценке бизнеса

Вдумчивый оценщик бизнеса неминуемо задается вопросом о том, насколько гда при оценке бизнеса является обоснованным ограничиваться учетом только мы текущего дохода, которая обычно рассматривается в качестве ставки дисконтирования.

Стандартным ответом на поставленный вопрос служит то, что ставка дисконтирования (она же - норма текущего дохода с бизнеса) всего лишь осуществляет функцию приведения будущих доходов и затрат по времени к текущему моменту времени (момента оценки). Однако этот ответ является явно недостаточным, так как не учитывает **явной** возможности будущего возврата капитала при инвестировании с целью в ликвидные либо становящиеся ликвидными инвестиционные активы (часть первый) и **проблематичной** возможности сделать это в случае инвестирования капитала в малоликвидные и остающиеся таковыми активы (случай второй).

В первом случае речь идет, например, о приобретении акций ведущей оцениваемой бизнес компании, которая и после завершения данного ее бизнеса будет существовать, продолжать владеть накопленным имуществом и иметь возможность на основе освоить иной бизнес. Поэтому можно предположить, что возврат капитала, вложенного ранее в покупку акций компании, будет осуществляться путем перепродажи ее не потерявших ценность и ликвидность акций. Такой возврат тем более возможен, когда инвестор приобретает акции компании на срок меньший, чем срок бизнеса

чем остаточный срок бизнеса, осуществляемого компанией в момент оценки и обретения акций.

То же самое, по сути, будет иметь место, когда на сегодня закрытая компания к моменту планируемого дивести́рования (выведения из нее капитала) станет, — зидается, открытой (для чего, в частности, может планироваться первичное размещение ее акций на фондовом рынке).

Во втором же случае ситуация окажется, к примеру, такой, что инвестору полагают инвестировать в акции закрытой компании, которая и не предполагала трансформации в открытую, либо инвестирование происходит непосредственно в реальные активы, на базе которых осуществляется оцениваемый бизнес (инвестиции индивидуальных предпринимателей).

Более того, даже в первом случае отсутствует определенность по поводу того, кую именно сумму (или долю ранее вложенных средств) удастся возратить путем продажи в будущем акций оцениваемой компании. Если же пытаться эту сумму прогнозировать (в принципе, это возможно, если срок инвестирования в компанию меньше остаточного срока бизнеса компании), то получится, что стоимость одной и той же компании окажется разной применительно к разным плановым срокам держания средств в акциях компании, т. е. разной для разных ее инвесторов. Последнее противоречит требованиям стандарта оценки обоснованной рыночной стоимости бизнеса.

Следовательно, все равно остается вопрос о том, почему нормой дохода с оцениваемого бизнеса при использовании обычного метода дисконтированных денежных потоков должна выступать, как кажется на первый взгляд, всего лишь норма текущего дохода, т. е. ставка дисконтирования, а при оценке того же бизнеса, имеющего фиксированный остаточный срок, в расчете на средний с него (постоянный) денежный поток используют модели капитализации, где коэффициент капитализации состоит как из нормы текущего дохода, так и из специально рассчитываемой нормы возврата капитала (см. модели Инвуда, Хоскда, Ринга).

По-видимому, наиболее корректный ответ на этот вопрос заключается в следующем.

Во-первых, если в качестве нормы безрискового дохода (безрисковой ставки дисконтирования) откорректированных по методу сценариев денежных потоков используется доходность долгосрочных государственных облигаций, то применяемый при этом показатель их текущей доходности до погашения уже учитывает требования к возврату капитала, так как указанный показатель в отличие от процентной ставки по облигациям рассчитывается на основе не только процентных (купных) доходов по облигациям, но и их погашения по номинальной стоимости.

Во-вторых, когда мы дисконтируем планируемые с бизнеса денежные потоки и применяем для этого ставку дохода по акциям, сопоставимую с оцениваемым бизнесом по уровню риска (особенно отчетливо это делается, если ставка дисконтирования определяется по методу аналогий), то нельзя забывать, что доходное значение акций также рассчитывается не только на базе действительно текущих дивидендов

ых доходов, но и с учетом курсового дохода от возможной перепродажи акции, ллаче говоря, данный показатель тоже включает в себя возврат ранее вкладывае-
ого в альтернативную инвестицию капитала и тоже лишь на первый взгляд может за-
лифицироваться как норма исключительно текущего дохода с бизнеса.

Следовательно, в том, что касается дисконтирования с использованием в качест-
г ставки дисконтирования безрисковой ставки, установленной на уровне доходно-
ги до погашения долгосрочных государственных облигаций, и ставок, рассчиты-
емых на основе доходностей акций (в том числе среднерыночной доходности, от-
: сительно которой в модели оценки капитальных активов исчисляется премия за
гск - причем с учетом коэффициента «бета», который определяется по изменчи-
: :ти также доходностей акций), поставленный вопрос при ближайшем рассмотре-
: л оказывается надуманным. Иначе говоря, указанные способы выставления
: авки дисконтирования учитывают как норму текущего дохода, так и норму
зврата капитала.

Совсем другое дело, если пытаться в качестве ставки дисконтирования исполь-
звать процентные ставки - например, по банковским депозитам. Здесь действи-
: льно процентный доход является только текущим доходом, а значит, его уровень
1 оценки сопоставимого с депозитом по рискам бизнеса может в самом деле вы-
■ ~. пать только как норма текущего дохода. При этом расчет остаточной текущей
л мости бизнеса согласно методу дисконтированных денежных потоков на са-:
м деле не будет с какой-либо определенностью обеспечивать учет возврата
БЛОЧНОГО в бизнес капитала - в отличие от того, что будь тот же капитал вложен
на

: ковский депозит, по истечении срока депозита он с полной определенностью
) .мимо накопившихся процентов был бы возвращен вкладчику.

Выводом из приведенных соображений может быть то, что модели Инвуда, Хос-
■ аада и Ринга, в которых в составе коэффициента капитализации отдельно фигу-
руют норма текущего дохода и норма возврата капитала, следует применять
менно тогда, когда ставку дисконтирования (в данном случае действительно нор-
текущего дохода) определяют как процентную (депозитную) ставку.

3 рассматриваемом контексте особняком стоит использование для выставления
: зки дисконтирования метода кумулятивного построения этой ставки. Дело
гом, что сам этот метод, будучи достаточно субъективным, никак не гарантирует
ючения в получаемую согласно нему норму дохода возврата вложенного капи-
1ла. Указанное обстоятельство служит важным доводом в пользу того, что по воз-
кности от использования метода кумулятивного построения ставки дисконти-
сания необходимо отказываться.

1 Сложенное выше может быть обобщено в следующей схеме (см. рис. 10.2).

Очевидно, что те оценщики, кто станут разбираться в анализировавшейся выше
лологии оценки бизнеса при использовании доходного подхода к оценке, смо-
■ не только более грамотно защищать даваемые ими оценки, но и просто получать
объективные цифры стоимости предприятий, которые служат объектами их
включений.

Норма дохода, учитывающая и норму текущего дохода, и
требование по возврату капитала

<p>Определенно: Ставка дисконтирования, определенная как доходность до погашения долгосрочных облигаций (в том числе безрисковая ставка, если рассматриваются государственные облигации)</p>	<p>Определенно: Ставка дисконтирования, установленная по методу аналогий или с использованием модели оценки капитальных активов (CAPM)</p>	<p>Определенно: Процентная (депозитная) ставка плюс норма возврата капитала в моделях Инвуда, Хоскальда и Ринга</p>	<p>Неопределенно: Ставка дисконтирования, рассчитанная по методу кумулятивного построения ставки дисконтирования</p>
---	---	--	---

Рис. 10.2. Соотношение понятий и показателей нормы текущего дохода и нормы возврата капитала

Оценка ликвидационной стоимости предприятия

§ 1. Определение ликвидационной стоимости предприятия при коротком сроке его ликвидации

Ликвидационная стоимость предприятия в расчете на короткий срок его ликвидации является «классическим» пониманием определения ликвидационной стоимости как цели оценки. Как уже упоминалось выше при рассмотрении имущественного подхода к оценке бизнеса, наиболее адекватен такой цели оценки метод на-эспликации активов.

Однако применение этого метода, когда необходимо определить ликвидационную стоимость предприятия при действительно коротком (один-два месяца) сроке, имеет ряд особенностей, которые характеризуются ниже.

1. Нужно различать ликвидационную стоимость фирмы и ликвидационную стоимость бизнеса (предприятия) как имущественного комплекса.

В первом случае следует учитывать кредиторскую задолженность компании. Во втором случае ее можно не учитывать, так как обязательства несет именно фирма, а не имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. Более того, именно продажа (по сути по ликвидационной стоимости) имущественного комплекса фирмы-банкрота в качестве одного из вариантов осуществления финансового производства может служить одним из вариантов погашения кредиторской задолженности фирмы.

Что касается дебиторской задолженности, где субъектом ее получения также выступает обладающая имущественным комплексом фирма, то ее (дебиторскую задолженность) все же можно рассматривать как один из активов бизнеса, который можно продавать (в форме контрактной цессии или оформленных векселей). Следовательно, учитывать дебиторскую задолженность при определении ликвидационной стоимости имущественного комплекса необходимо.

2. При оценке ликвидационной стоимости предприятия в расчете на короткий срок ликвидации все активы предприятия должны оцениваться не по гипотетической обоснованной (объективной) рыночной стоимости, а по вероятной чистой (за вычетом издержек ликвидации, т. е. расходов на оплату услуг посредников при реализации конкретного имущества, административных затрат и т. п.) выручке, которую реально получить:

- либо при быстрой распродаже активов, составляющих имущественный комплекс предприятия (первая ситуация),

- либо при быстрой продаже всего имущественного комплекса (всей СОВ ; и:ности активов) в целом (вторая ситуация).

Это, в свою очередь, означает также, что в первой ситуации:

- не следует принимать во внимание и даже пытаться оценивать те активы: которые неликвидны или малоликвидны (их просто не сумеют быстро *щюц* за исключением случаев, когда (а) уже на момент оценки на это имущ; найден конкретный покупатель или если (б) оценка направлена на опре: ление вероятной чистой (за вычетом расходов на утилизацию) выручки от jможной быстрой утилизации соответствующего имущества и реализации ликвидных продуктов утилизации (например, от продажи в качестве меломы предварительно разрезанного и не содержащего композитов обор^л ния);
- не нужно включать в расчет оценку тех видов имущества, по которым у гприятия не имеется достаточно надежных и соответствующим обраоформленных прав собственности либо по которым отсутствует юридичес :•: форма продажи (при наличии обоих указанных обстоятельств конкретсделки купли-продажи в итоге, по-видимому, так и не состоятся); чаще везотмеченное может касаться нематериальных активов типа ноу-хау, закаленной клиентуры, подобранного и обученного персонала и пр. (в самом дсноу-хау может не иметь форм защиты, закрепленная клиентура может иляться лишь не закрепленным договорами фактом, с подобранном и обучтным персоналом может не иметься индивидуальных срочных трудовых итрактов);
- при оценке высоко- и среднеликвидных активов может использоваться тско рыночный подход, когда их стоимость устанавливается на основе акт\ных (не устаревших) конкурентных материалов либо прайс-листов по це: в фактически состоявшихся сделках купли-продажи таких активов либсближайших аналогов; в последнем случае потребуются корректировка, ог: рающаяся на изучение наблюдавшихся на рынке соответствующего имуще. -ва закономерностей по изменению цены вследствие разницы в парамет: которые отличают друг от друга оцениваемый актив и его ближайший анал: понимание ликвидационной стоимости как стоимости замещения, восста: вительной стоимости либо стоимости, определенной по методу дисконти: ванных денежных потоков, недопустимо;
- в части изнашиваемых видов имущества (особенно машин и оборудованаа также недвижимости) учет износа также должен осуществляться в рам} рыночного подхода к оценке - так, чтобы конкурентные материалы илпрайс-листы относились к активам, характеризующимся сопоставимы?.. уровнями физического, технологического и функционального видов износ:

Дополнительные особенности оценки во второй ситуации сводятся к тому, чт

- действующий имущественный комплекс, если на нем производится имеют:: сбыт выгодная продукция (в том числе нужная для выпуска иных пользующих.

растущим спросом товаров и услуг), стоит дороже, чем такой же, но не запущенный в действие имущественный комплекс;

- поиск конкурентных материалов по аналогичным недавно продававшимся имущественным комплексам обычно затруднен (из-за редкости подобных сделок и коммерческой секретности условий таких сделок); поэтому ликвидационную стоимость имущественного комплекса может оказаться допустимым оценивать с помощью доходного подхода к оценке бизнеса или метода накопления активов - однако при условии согласования оценки с конкретным потенциальным покупателем (оценка в рамках стандарта обоснованной стоимости).

Конечно, «классическую» ликвидационную стоимость (в расчете на короткий срок ликвидации) имущественного комплекса оценить очень трудно, если К невозможно. Поэтому и с необходимостью такой оценки сталкиваются довольно редко.

§ 2. Оценка ликвидируемого предприятия при длительном сроке его ликвидации

В ряде случаев предприятие может оцениваться в расчете на то, что потенциальный его владелец станет ликвидировать бизнес, делая это, однако, так, что предприятие будет сворачиваться не сразу, а **постепенно**. Это предопределяет отличие указанного определения стоимости от цели оценки «классической» ликвидационной стоимости. Оценку стоимости предприятия, подлежащего ликвидации в течение относительно длительного времени, в отличие от термина «**ликвидационная стоимость**» можно иногда называть «**стоимостью ликвидируемого предприятия**».

Тогда в течение заранее планируемого периода ликвидации (достаточно длительного для того, чтобы было нельзя игнорировать его протяженность во времени) параллельно будут происходить следующие процессы:

- планомерное сокращение объемов выпуска и продаж продукции;
- обусловленное темпом этого сокращения высвобождение основных производственных фондов, превращающихся в избыточные активы;
- подготовка к продаже и продажа нарастающего количества избыточных активов;
- продолжение обслуживания и погашения кредиторской задолженности согласно имеющимся кредитным соглашениям и договорам, срок истечения которых не превышает планируемого срока ликвидации предприятия;
- планируемое постепенное (согласно особому плану) досрочное погашение долгосрочной кредиторской задолженности, договорный срок погашения которой выходит за рамки планируемого срока ликвидации бизнеса (вплоть до того с еще не погашенной суммы задолженности производится уплата процентов);

- получение поступлений в счет погашения дебиторской задолженности, с истечения обязательств по которой не превышает планируемого срока ликвидации предприятия;
- планируемая постепенная (также согласно особому плану) распродажа и сроченной дебиторской задолженности и прав по истребованию долгосрочной дебиторской задолженности, срок погашения которой выходит за пределы планируемого срока ликвидации бизнеса.

Оценка ликвидируемого таким образом предприятия может быть многовариантной - в расчете на разные планируемые сроки ликвидации и на разные варианты планов свертывания операционной деятельности, погашения долгосрочной дебиторской задолженности и истребования платежей по долгосрочной дебиторской задолженности.

Очевидно, оценка стоимости ликвидируемого предприятия в расчете на максимизирующий ее значение вариант срока и плана ликвидации бизнеса (включая планы погашения кредиторской задолженности и получения доходов с дебиторской задолженности) и должна служить окончательной.

Методика оценки ликвидируемого предприятия при относительно длительном сроке его ликвидации представляет собой сочетание доходного и имущественного подходов к оценке бизнеса. При этом базовой обобщающей формулой для соответствующего расчета может служить приводимая ниже формула

$$j=1$$

где t - номер периода;

$J_{\text{шкв}}$ - планируемый срок ликвидации предприятия;

CF_t - денежные потоки предприятия (для собственного капитала, свободные [для предприятия]), обусловленные продолжением сокращающегося выпуска продукции и осуществлением жизнедеятельности предприятия (включая постоянные издержки); z - ставка дисконтирования (норма дохода на собственный капитал), компенсирующая риски бизнеса оцениваемого предприятия;

j - номер единицы имущества (активов), высвобождаемого для продажи при сокращении объема выпуска продукции и последующей полной ликвидации предприятия; J - общее количество единиц имущества (активов) на предприятии; A_{jt}^* - оценочная рыночная стоимость единицы имущества с номером j , понимаемая как вероятная выручка от ее продажи в будущем периоде с номером t (не ликвидационная стоимость, «разумная цена» в расчете на необходимый срок подготовки акта к продаже, если он укладывается в планируемый срок ликвидации предприятия и наоборот);

ij - ставка дисконтирования (норма дохода на собственный капитал), компенсирующая риски бизнеса компаний, специализирующихся на продаже товаров типа A^* -ого имущества оцениваемого предприятия;

Пог_t^A - суммы досрочного погашения в периоды с номерами t особо долгосрочной дебиторской задолженности по не учтенным при расчете денежных потоков CF_t обязательствам, срок истечения которых выходит за планируемый срок ликвидации предприятия;

e - номер дебитора по просроченной либо особо долгосрочной дебиторской задолженности, поступления по оплате которой не учтены в плане-прогнозе денежных потоков CF_t^j

E - количество дебиторов, в отношении которых имеется указанная дебиторская задолженность;

$Post_{деб}$ - планируемые на будущий период t поступления от продажи непросроченной, просроченной (возможно, намечаемой к реструктуризации) и особо долгосрочной (с истечением обязательств за пределами срока ликвидации предприятия) дебиторской задолженности дебитора e

H_a - планируемые на будущий период t необходимые судебные и юридические издержки по истребованию просроченной дебиторской задолженности дебитора e i_c - ставка дисконтирования (норма дохода на собственный капитал), компенсирующая риски бизнеса дебитора с номером e .

В отношении используемых в приведенной формуле показателей необходимо дать следующие комментарии.

Денежные потоки CF_t^j - это так называемые денежные потоки для собственно-капитала, обусловленные продолжением операционной деятельности предприятия и обслуживанием и движением его заемных средств. Они подлежат расчету: гласно методике плана-прогноза денежных потоков, описанной в главе 3 (см. метод дисконтированного денежного потока). При этом, конечно, постоянные издержки предприятия должны учитываться как условно-постоянные, т. е. все же меняющиеся при планируемом достаточно резком сокращении объема операционной деятельности предприятия.

Уменьшение в рамках срока ликвидации предприятия размера денежных потоков предприятия будет определяться планом по уменьшению объема выпуска продукции, корреспондирующего с планом сокращений продаж на рынках сбыта предприятия. Соответственно будут уменьшаться как ожидаемая в разные будущие периоды выручка от продаж, так и планируемые на эти периоды переменные издержки предприятия.

Инвестиций в поддержание и развитие производственно-сбытовых мощностей, а также финансирующих их новых долгосрочных кредитов (увеличения задолженности) в планируемых денежных потоках содержаться не будет. В то же время процентные платежи и погашение основных сумм долга по ранее взятым кредитам остаются факторами денежного потока, что также приведет к снижению уровня ожидаемых по основной деятельности денежных потоков.

Очевидно, что если планируемый срок ликвидации предприятия ограничивается одним-двумя годами, то шагом анализа при планировании денежных потоков должен быть скорее месяц, а не год.

Особое внимание должно быть уделено планированию **выручки от продажи выходящих при сокращении производства активов (показателей Акт, **)**. Здесь необходимо иметь в виду, как минимум, следующие моменты.

В первых главах обозначались как

Во-первых, по тем единицам разнообразного высвобождаемого имущества, которые предприятие станет продавать с использованием посредников, показатели **Акт** должны быть уменьшены на комиссионные для этих посредников. Подос: постановка вопроса реалистична в силу того, что многие виды имущества предприятия и рынки, на которых это имущество (к тому же подержанное) нужно будет одновременно реализовывать, достаточно специфичны. Возможных заинтересованных покупателей предприятие тогда не сможет отыскивать само.

Во-вторых, ликвидируемому предприятию, если оно имеет активы с высокой остаточной балансовой стоимостью и одновременно с высокой степенью морального износа, на срок его ликвидации, по-видимому, придется переходить на процедуру закрытия балансов по их оценочной стоимости - иначе в случае реализации высвобождаемых активов по цене ниже их остаточной балансовой стоимости на ее соответствующую разницу у предприятия станет увеличиваться налогооблагаемая¹ прибыль и увеличиваться уплачиваемый налог на прибыль. Следовательно, **сумма** показателей A_{it}^* для каждого будущего периода t должны также очищаться от: *полнительных расходов по переоценке имущества*. В свою очередь, данные расходы в основном будут сводиться к оплате услуг независимых лицензированных оценщиков машин и оборудования, недвижимости, интеллектуальной собственности и т.д.; неса (например, акций дочерних компаний). По мере сворачивания бизнеса и на продажи высвобождаемых активов в силу уменьшения массы подвергаемой **пер** оценке имущества эти расходы будут уменьшаться, однако их нельзя игнорировать.

В-третьих, из множества видов имущества, включаемых в данном случае в рассмотрение, следует исключить те недостаточно ликвидные активы, которые представляется реальным продать в течение планируемого срока ликвидации. К ним в первую очередь могут относиться залежалые складские запасы не пользующейся спросом нереализованной готовой продукции, специальных видов сырья и полуфабрикатов и комплектующих изделий для нее, незавершенное производство (но не полуфабрикаты универсального применения), дебиторская задолженность (последних очередей) предприятий-банкротов. При этом, конечно, исключать нужно не все малоликвидные активы, а только такие виды имущества, которые невозможно продать даже в течение всего срока анализируемой протяженной во время ликвидации бизнеса.

В-четвертых, оценка рыночной стоимости активов не должна опираться на какие-либо умозрительные методы и формулы, так как целью оценки здесь является определение конкретной величины вероятного размера выручки от продаж соответствующих активов. По преимуществу, так понимаемая оценка должна предполагать применение так называемого метода сравнительных продаж (рыночного подхода к оценке), в основе которого лежит отыскание информации (**«конкретных материалов»**) по ценам в конкретных сделках купли-продажи ближайших аналогов оцениваемого актива - с последующим внесением в эти цены коррективных, учитывающих особенности условий платежа и поставки в рассматриваемых сделках, разницу в потребительских (технично-экономических) параметрах, а так-сравнительную степень разных видов износа сопоставляемых друг с другом аналогов и оцениваемого актива. По объектам недвижимости критериями корректировки:

могут быть, кроме того, территориальное месторасположение, надежность прав собственности и пр. По объектам интеллектуальной собственности помимо надежности прав собственности необходимо учитывать и разницу в объемах сопутствующих услуг (например, при оценке патентов и патентных лицензий - по технической мощи при внедрении).

Если использование метода сравнительных продаж оказывается практически возможным, то в части машин и оборудования, допустимым достаточно неумогательным способом его оценки в данной ситуации может послужить метод, согласно которому **за базу для определения текущей рыночной стоимости берется имевшая место в прошлом фактическая покупная цена $R_{\text{факт}}$** оцениваемого непожанного имущества (его первоначальная балансовая стоимость за вычетом расходов на монтаж и установку). С этой цены затем делаются скидки, по отдельности относящиеся к физическому, технологическому и функциональному видам износа оборудования.

При этом особенно важно, чтобы указанные скидки исчислялись как можно просто и наглядно. Это существенно для их успешной защиты, например, если заключение об оценке бизнеса и его активов будет опротестовано, то предметом рассмотрения в суде.

Скидка $D_{\text{физ.изн}}$ учитывающая физический износ, тогда может быть представлена

$$A_{\text{физ.изн}} = R_{\text{факт}} \cdot X \cdot (F_{\text{РВфакт}} - F_{\text{РВпасп}}),$$

где $F_{\text{РВфакт}}$ - фактически отработанный оборудованием фонд рабочего времени (в машино-часах);
 $F_{\text{РВпасп}}$ - паспортный фонд рабочего времени оборудования (до капитального ремонта, машино-часы).

Скидка $A_{\text{техн.изн}}$ учитывающая технологический износ, показывает на то, в какой степени - но в сопоставлении с одновременным возможным увеличением цены - улучшился по сравнению с оцениваемым объектом технический уровень потребительских параметров появившегося его более современного аналога. Эту скидку можно рассчитать на основе сопоставления удельных (на единицу качества) цен более прогрессивного аналога и оцениваемого оборудования:

$$A_{\text{техн.изн}} = \frac{U_{\text{Цан}}}{U_{\text{Цоб}}} \cdot \frac{R_{\text{факт}}}{R_{\text{анал}}}$$

где $U_{\text{Цан}}$ - удельная цена технологически более прогрессивного аналога (может быть взята из прайс-листов или получена в результате запроса продающего его предприятия о цене, которой аналог предлагается к продаже);

$U_{\text{Цоб}}$ - удельная цена оцениваемого объекта (фактическая, по которой он покупался предприятием);

$$U_{\text{Цоб}} = R_{\text{факт}}$$

$R_{\text{анал}}$ - текущая рыночная цена аналога;

$K_{\text{ТУан}}$ - коэффициент технического уровня аналога (в простейшем случае принимается равным значению $U_{\text{мл}}$ ведущего, с точки зрения потребителей, показателя качества оборудования рассматриваемого типа; в более сложном случае представляет собой коэффициент соотношения уровня нескольких ведущих показателей качества аналога и их

уровня в лучшем мировом образце; в еще более сложном случае - это коэффициент отношения уровня нескольких ведущих показателей качества аналога и их уровня в гипотетически синтезированном «эталоне качества», который сочетает лучшие показатели всех существующих в мире образцов; таким образом:

$$= u_w \text{ или } КТУ_{ап} = 2(i_{а1}; i_{эт}),$$

где i - условный номер показателя качества;

m - количество учитываемых показателей качества;

$Ц_{и}$ и $Ц_{тг}$ - значения показателей качества с номерами z у соответственно аналога и реального мирового образца либо мирового «эталона качества»;

$k_{зул}$ - определяемые на основе маркетинговых исследований или экспертно относительные коэффициенты значимости g -х показателей качества для потребителей, сумма следних должна равняться единице);

$КТУ_{оц.об}$ - коэффициент технического уровня оцениваемого объекта (определяется же, как и коэффициент технического уровня аналога - с той разницей, что вместо показателей $u_{ду}$ и $u_{дтг}$ в приведенных выше выражениях следует использовать имеющие же смысл, но относящиеся к оцениваемому оборудованию показатели $m_{оц.об}$ и $m_{оц.об}$).

Если в настоящее время выпускаемый аналог имеет удельную цену ниже у оцениваемого объекта, то это значит, что он действительно более технологически (а не просто технологически) прогрессивен, так как качество аналога возросло в большей мере, чем цена. Если же наблюдается обратное соотношение, следовательно, аналог характеризуется «избыточным», с точки зрения потребителя, качеством и вместо скидки к фактической прошлой цене приобретения оцениваемого объекта с лучшим соотношением «цена - качество» разумно было бы пользоваться надбавкой к цене за этот ставший дефицитным объект.

Скидка $Лф_{у,кц}$ иш, учитывающая функциональный износ, имеет целью отражение улучшения эксплуатационных характеристик более конструктивно и технологически доведенного образца того же, что и оцениваемое, оборудования более позднего времени выпуска. Она получается как разность между ценой потребления $Ц_{по}$ оцениваемого объекта и ценой потребления $Ц_{потр дов об}$ в большей степени функционально доработанного оборудования с теми же параметрами качества (такое оборудование, возможно, выпускалось в прошлом и после того, как был приобретен оцениваемый образец). При этом цена потребления - в отличие от цены покупки - принимается как капитализированные в расчете на паспортный срок службы N (среднем для отрасли - потребителя оборудования коэффициенте сменности)ходы по эксплуатации (обслуживанию и текущему ремонту) машин и оборудования.

$$^{\wedge} \text{функц изи} \sim \sim * \text{Апотр оц об} \sim ^{\wedge} \text{Дполр дов об}$$

где $Ц_{1клр оц об} = ЭР_{оц об} \cdot [R - D / [(1 + R)^N - 1]]$; $Ц_{о.р}$

до, об = $ЭР_{10в об} \cdot [R - D / [(1 + D)^N - 1]]$;

$ЭР_{оц об}$ и $ЭР_{10в об}$ - среднегодовые расходы по эксплуатации (обслуживанию и текущему ремонту) соответственно оцениваемого и позднее него выпускавшегося более, позднего оборудования той же модели; R - безрисковая ставка (норма безрискового дохода);

$$ЛП \cdot ФРВ_{\text{лкл}} \cdot \Gamma_{\text{гд}}^* \cdot \text{см}$$

- $T_{\text{ол}}$ ~ количество рабочих дней в году;
 $k_{\text{см}}$ - среднеотраслевой коэффициент сменности рассматриваемого типа оборудования в отрасли; ФРВ_{цаа} - см. выше.

Использование здесь безрисковой ставки объясняется тем, что уровень этих расходов слабо связан с рисками бизнеса. Соответственно, для капитализации регулярных эксплуатационных расходов применяется основанная на норме безрискового дохода модель Хоскальда.

В-пятых, высвобождаемые активы оцениваются как вероятная выручка, которую можно будет получить в определенный непренебрежимо далеко будущий период t . Следовательно, рассматривавшиеся скидки нужно рассчитывать с учетом прогноза всех видов износа, которые накопятся к этому периоду. Иначе говоря, для всех величин в приводившихся выше формулах для определения величин соответствующих скидок текущим моментом, строго говоря, будет момент на конец будущего периода t . Например, $P_{\text{ан}}$ следует понимать как прогнозируемую на период t гну аналога, $ФРВ_{\text{факт}}$ - как фонд рабочего времени, который будет отработан оцениваемым оборудованием к концу периода t .

Кроме того, получаемые величины $АКТ_{\text{jt}}^*$ подлежат дисконтированию, т. е. приведению по времени к моменту оценки. Это должно также делаться с учетом рисков получения дохода от продажи, которые являются разными на рынках сбыта разных видов как нового, так и подержанного имущества. Последнее предопределяет необходимость использования разных норм дохода (ставок дисконтирования) ij , каждая из которых компенсирует риски бизнеса по продажам товаров типа имущества **таа/**

Самым простым способом достаточно быстрого расчета этих ставок является использование модели оценки капитальных активов с применением в ней отраслевых (среднеотраслевых) коэффициентов ($З_{\text{Оф}}$ (см. более подробно в главе 2). Другими способами:

$Poriv'$ ~ коэффициент ($З$, характерный для отрасли, специализирующейся на продажах товаров одного типа с имуществом номеру.

В-шестых, в составе оцениваемых по вероятной выручке от их продажи активов; особое внимание необходимо обратить на дебиторскую задолженность. Ее можно делить на дебиторскую задолженность:

- непросроченную, со сроком истечения в пределах планируемого срока ликвидации предприятия;
- непросроченную, со сроком истечения за пределами планируемого срока ликвидации бизнеса;
- просроченную, которую можно продать;
- просроченную, которую невозможно продать.

Формами продажи дебиторской задолженности являются:

- уступка права взимания задолженности по договорам контактной цессии (шреуступки прав);
- продажа векселей (если дебиторская задолженность оформлена векселемВ части учета просроченной и выходящей за срок ликвидации предприятия д госрочной дебиторской задолженности могут предусматриваться такие альтерк; тивные или параллельно осуществляемые варианты действий, как:
 - продажа дебиторской задолженности в форме уступки прав по ее истребованию специализированным факторинговым фирмам или банкам (некрим:нальные факторинговые фирмы обычно также являются дочерними фирмами банков, которым, с использованием предусмотренных межбанковски:-корреспондентскими соглашениями взаимных услуг банков-корреспонде:-тов, удобно истребовать дебиторскую задолженность клиентов, блокируя ■банковские счета);
 - реструктуризация (отсрочка или рассрочка) просроченной дебиторскойдолженности в течение периода ликвидации бизнеса с получением под неенепросроченного векселя, который может быть предметом купли-продажи цвексельном рынке;
 - истребование просроченной дебиторской задолженности через суд (с учетсроков подачи соответствующих исков, необходимых судебных и юридич:ских издержек и вероятных сроков получения причитающихся сумм).

Факторинговые компании покупают право истребовать долг за часть **величин** этого долга, размер которой зависит как от срока наступления права взыскать до." (по непросроченной задолженности), так и от надежности дебитора и доходов с е: бизнеса.

Векселя дебиторов предприятия выступают как более или менее ликвидна ценные бумаги, если они являются переводными и, желательно, авалированным (гарантированными хотя бы на часть их суммы) каким-либо серьезным банк* учитываемыми (способными служить залогом) при взятии кредита в банке.

Оценка непросроченной дебиторской задолженности, со сроком истечет: в пределах планируемого срока ликвидации предприятия, в рассматриваемом с ~ чае может осуществляться с использованием метода дисконтированных денежнь: потоков. При этом в приводившейся базовой обобщающей формуле задействует: четвертый компонент ее правой части - без учета планируемых на будущий пери: t необходимых судебных и юридических издержек по истребованию просрочены: дебиторской задолженности дебиторов.

Другим способом оценить названную непросроченную задолженность выступ, ет ее оценка как возможного предмета продажи посредством реализации контракт: ной цессии или векселя.

Оценка непросроченной, со сроком истечения за пределами планируемого срс: ликвидации бизнеса, задолженности осуществляется следующими двумя альте: нативными методами:

1) в части поступлений, ожидаемых в рамках планируемого срока ликвидации изнеса, определяется их текущая стоимость (сумма указанных поступлений, дисконтированных по ставке дисконтирования Q ; в части же поступлений, ожидаемых в рамках планируемого срока ликвидации предприятия, оценивается вероятная выручка от перепродажи права на их истребование; затем обе полученные величины суммируются;

2) вся непросроченная задолженность оценивается как возможный предмет: одажи посредством реализации контрактной цессии или векселя.

Ставки дисконтирования i_c представляют собой нормы дохода, компенсирующие систематические риски бизнеса в отраслях разных дебиторов, так как, чтобы обеспечить возможность выплат по дебиторской задолженности, они должны сначала их заработать.

Численные значения ставок i_c могут определяться точно так же, как и рассматривавшиеся выше ставки i_j - с той разницей, что номер e здесь служит номером (устным) отрасли соответствующего дебитора. То есть:

Оценка просроченной дебиторской задолженности, которую можно продать (либо ликвидной дебиторской задолженности), основывается на том, что на рынках контрактных цессий или векселей находят информацию о величине дисконта (т. е. процентной скидки с цены; в данном контексте - с суммы задолженности), который характерен для перепродажи в соответствующей форме просроченной дебиторской задолженности рассматриваемого дебитора. За оценку рыночной стоимости (вероятной выручки от продажи) просроченной дебиторской задолженности соответствующего дебитора тогда берут сумму этой задолженности, уменьшенную на процент, равный рыночному дисконту по просроченной задолженности ликвидируемого дебитора.

Точно так же, кстати, можно оценивать и вероятную выручку от продажи непросроченной задолженности конкретного дебитора - с той лишь разницей, что тогда еще одним фактором, который следует принимать во внимание при отыскании соответствующей рыночной информации, должен быть срок до погашения этой непросроченной задолженности (а также, возможно, график ее погашения во времени).

Просроченная дебиторская задолженность при этом поддается оценке и исходя из предположения о том, что ее в принципе можно реструктурировать (отсрочить, отсрочить), превратив в непросроченный вексель. Тогда предметом оценки уже становится гораздо более ликвидный непросроченный вексель. В том же, что касается оценки просроченной дебиторской задолженности, которую невозможно продать (задолженности безнадежных дебиторов - например, тех, которым процедура банкротства достигла стадии конкурсного производства), то следует полностью исключить из состава активов, которые учитываются при

оценке стоимости ликвидируемого предприятия.

В-седьмых, при оценке стоимости ликвидируемого предприятия по сравнению с оценкой «классической» ликвидационной стоимости несколько смягчаются огра-

ничения, накладываемые на учет в этой оценке различных видов нематериальных активов.

Так, в расчет можно уже принимать менее ликвидные нематериальные активы, на которые за разумный срок, укладывающийся в планируемый срок ликвидации, можно найти покупателя. Далее, те нематериальные активы, на которые в момент оценки еще не полностью оформлены права собственности (регистрации), тоже могут стать предметом оценки, если за тот же срок реальным окажется это сделать (найти на них покупателя).

В-осьмых, тот член базовой обобщающей формулы расчета стоимости ликвидируемого предприятия, который имеет отношение к его кредиторской задолженности, в этой формуле имеет «свернутый» вид. В действительности данная величина характеризуется следующей структурой:

$${}^{\text{ликв}} \text{Пог}_{\text{кр}g} (1+i)^{-t} =$$

где g - номера обязательств ликвидируемого предприятия; G - общее количество обязательств;

$\text{Пог}_{\text{кр}g\text{£}}$ - планируемые досрочные погашения обязательств с номерами g в будущие периоды с номерами t .

Заметим также, что если в план досрочных погашений кредиторской задолженности заносится платеж $\text{Пог}_{\text{кр}}^{\wedge}$ по досрочному погашению обязательства с номере g в будущий период с номером £ , то из плана-прогноза денежных потоков CF_t , порождаемых операционной деятельностью предприятия и нормальным обслуживанием его обязательств, должны быть исключены процентные платежи, которые надо было бы платить, не будь в плане досрочного погашения обязательств предусмотрен платеж $\text{Пог}_{\text{кр}}^{\wedge}$.

Оценка стоимости ликвидируемого предприятия в расчете на относительно длительный срок его ликвидации представляет собой, таким образом, оценку предприятия, по сути, как действующего, но планомерно - вплоть до полной ликвидации - сокращаемого.

Обобщение наиболее существенных методологических проблем оценки бизнеса

§ 1. Доходный подход: модели оценки собственного и [всего] инвестированного капитала («Equity Model» и «Entity Model»)

При оценке предприятия как действующего (определение стоимости) могут жметь место две альтернативные схемы оценки, в которых оценке подвергаются рыночные стоимости:

1) **собственного** капитала (СК) компании, владеющей рассматриваемым предприятием как имущественным комплексом;

2) всего **инвестированного** в предприятие капитала (К), как собственного, так и заемного; чаще всего это оказывается необходимым, когда предметом оценки является имущественный комплекс или бизнес (дело) в узком смысле слова.

Рыночная стоимость всего инвестированного в предприятие капитала может быть и промежуточным предметом оценки - для того, чтобы, отталкиваясь от предварительно установленной данной величины К, вычитая задолженность (заемный капитал) компании (ЗК), перейти к оценке только собственного капитала компании: $СК = К - ЗК$.

Если в оценке используется доходный подход, то первую из названных альтернативных схем оценки называют *моделью оценки собственного капитала («Equity Model»)*.

Соответственно, вторую схему именуют *моделью оценки [всего] инвестированного капитала («Entity Model»)*,

При использовании метода дисконтированных денежных потоков (*Discounted Cash Flow Method, DCF*) принципиально важно, что указанные модели должны:

- опираться на *адекватные им (разные) модели (типы) принимаемых в расчет ожидаемых денежных потоков*
- предполагать - в силу разницы между используемыми моделями денежных потоков - применение *разных типов ставки дисконтирования*.

В том, что касается *моделей денежных потоков*, которые отражаются в бизнес-плане оцениваемого предприятия, то следует твердо соблюдать следующие правила.

Когда непосредственной целью оценки служит рыночная стоимость *собственного* капитала (*модель оценки собственного капитала*), прогнозировать и дисконтировать надо тоже *денежные потоки для собственного капитала* (модель денежных потоков, свободных для изъятия из бизнеса собственниками предприятия, «Cash

Free to Equity-holders»).

Когда же непосредственной целью оценки служит рыночная стоимость [*инвестированного* капитала (*модель оценки [всего] инвестированного капитала*)] прогнозировать и дисконтировать необходимо не денежные потоки для собственного капитала, а *бездолговые* денежные потоки, которые также называют «своими денежными потоками» («*Free Cash Flows*») - они как бы свободны для изъятия из бизнеса независимо от того, кто - акционеры либо кредиторы - будут их изымать). Работу с этими денежными потоками на английском языке обозначают и «*Free Cash Flows Model*»).

Упомянутая модель свободных денежных потоков особенно интересна, если задаваться вопросом о том, какие денежные потоки независимо от источников финансирования бизнес вообще и без ущерба для самого бизнеса способен производить. А уже в зависимости от условий финансирования данного бизнеса (это главный вопрос), будет решаться, кому - собственникам бизнеса либо его кредиторам и какая часть этих денежных потоков станет доставаться.

В том, что касается *ставки дисконтирования*, адекватной разным типам рассматриваемых и дисконтируемых денежных потоков, в свою очередь, необходимо придерживаться следующих ясных установок.

Если денежные потоки, которые используются в плане-прогнозе денежных потоков предприятия, - это денежные потоки для собственного капитала, то дисконтировать их нужно по ставке, представляющей собой *стоимость собственного капитала* («*Cost of Own Capital*», *COC*) предприятия (точнее - стоимость использования собственного капитала владельцев предприятия в данном предприятии, а в сопоставимом по риску общедоступном, т. е. ликвидном, инвестиционном активе по сути, это выгода, упускаемая от невложения средств в данный актив - так называемая «альтернативная стоимость», которую тогда логично выставить в качестве нормы дохода с инвестиций собственного капитала в рассматриваемое предприятие).

Именно для определения нормы дохода по вложениям в бизнес собственного капитала применяются такие методы, как метод аналогий, модель оценки капитальных активов, метод кумулятивного построения ставки дисконтирования, метод арбитражной теории ценообразования. Эту норму дохода (т. е. ставку дисконтирования денежных потоков для собственного капитала) обычно обозначают как R (безрисковая ставка) или r (рисковая ставка, содержащая в себе помимо ставки еще и тем либо иным образом структурированную премию за риск).

Если денежные потоки, которые используются в плане-прогнозе денежных потоков предприятия, представляют собой бездолговые (свободные) денежные потоки, то дисконтировать следует по ставке, равной *средневзвешенной стоимости капитала*, используемого в предприятии (*Weighted Average Cost of Capital, WACC*). Из той причины, что при расчете указанного типа денежных потоков не учитывают будущие процентные платежи по возможной долгосрочной задолженности, эта ставка содержит в себе как норму дохода на собственный капитал, взвешенную на его долю, так и норму дохода на заемный капитал предприятия, также взвешенную на его долю.

Заметим, что если оценивается компания **и** если известна информация об условиях конкретных кредитных соглашений, уже заключенных в интересах развития бизнеса компании, то норма дохода на заемный капитал должна, естественно, основываться на стоимости кредита (кредитной ставке) именно для оцениваемой компании (по ее кредитным соглашениям). В случае же когда оценивается не конкретная компания, а ее бизнес (предприятие в узком смысле слова), вполне допустимо **и** разумно опираться на рыночную стоимость потребного для бизнеса долгосрочного кредита.

Рассмотренные альтернативные схемы **и** их взаимосвязь отражены на рис. 12.1.

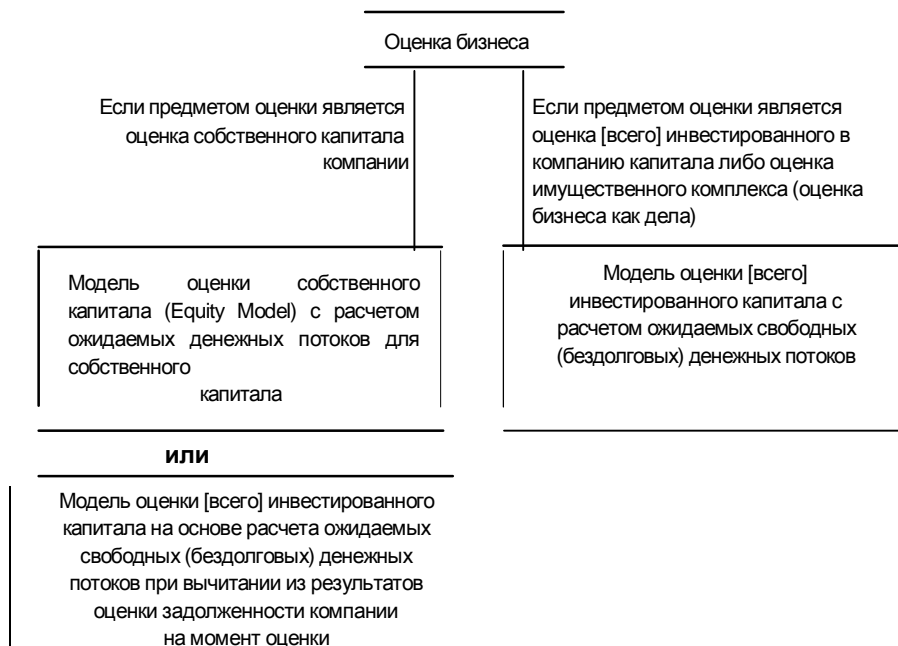


Рис. 12.1. Альтернативные схемы оценки бизнеса и их взаимосвязь

Даже если непосредственной целью оценки является оценка рыночной стоимости собственного капитала компании, для применяющего метод дисконтированных денежных потоков оценщика всегда возникает выбор между:

- прямой оценкой собственного капитала (*Equity Model*) и
- оценкой сначала всего инвестированного в компанию капитала (на основе оценки рыночной стоимости [всего] инвестированного в бизнес капитала, т. е. *Entity Model*) и лишь затем расчетом рыночной стоимости собственного капитала компании, который осуществляется путем вычитания из текущей стоимости (дисконтированных с использованием в качестве ставки дисконтирования величины WACC) свободных (бездолговых) денежных потоков величины задолженности компании на момент оценки.

На практике для осознающего свои действия (финансовую природу получаемых оценок) оценщика это означает своего рода «выбор из двух зол».

Одно «зло» в том, что если пытаться осуществить модель оценки собственного капитала и опираться на план-прогноз денежных потоков для собственного капитала, то оценщик неминуемо столкнется с проблемой огромных *неопределенностей: при прогнозировании денежных потоков для собственного капитала в более или менее отдаленных по времени будущих периодах*. Причем в основном неопределенности возникнут в связи с прогнозированием стоимости привлечения в будущем денежных средств собственного капитала и условий его обслуживания (графика погашения основной части долга). Никаких документированных источников информации для оценки оценщик иметь, как правило, не будет.

Кроме того, когда предметом оценки является рыночная стоимость собственного капитала многоотраслевой компании (компании с несколькими бизнесами), попытка на основе прогноза денежных потоков для собственного капитала оценить сначала остаточные текущие стоимости отдельных бизнесов компании (чтобы потом их суммировать) порождает проблему *распределения* по отдельным этапам продукции компании платежей по обслуживанию ее долга. Эта проблема практически не решается, если компания брала генеральные (не целевые, под развитие конкретных бизнесов) кредиты.

Именно для того, чтобы уйти от этого «зла», оценщик станет пытаться перейти от опоры на план-прогноз денежных потоков для собственного капитала к базированию, по крайней мере сначала, на прогноз свободных (бездолговых) денежных потоков (т. е. от модели оценки собственного капитала, *Equity Model*, к модели оценки [всего] инвестированного в бизнес капитала, *Entity Model*).

Другое же «зло» заключается в том, что при опоре на более простые для прогнозирования свободные (бездолговые) денежные потоки оценщик сталкивается с *Тезисом* называемой «*проблемой циркулятивности*» (проблемой «замкнутого круга») в том, что касается определения величины средневзвешенной стоимости капитала, которую тогда следует использовать в качестве ставки дисконтирования этих свободных (бездолговых) денежных потоков. Причем указанная проблема для дилетанта (в том числе для многих представителей новой волны получивших убогую поговторку так называемых «профессиональных [лицензированных] оценщиков») является очевидной.

Суть названной проблемы в том, что рыночную стоимость инвестирования в предприятие капитала следовало бы определять на основе показателя WACC, в котором бы учитывались доли заемного и собственного капитала, определенные на основе долей этих составляющих капитала тоже в рыночной стоимости капитала предприятия. Иначе говоря, получается, что для оценки текущей стоимости, даваемых с предприятия свободных денежных потоков нужно было бы в качестве ставки дисконтирования использовать величину, которая зависит от результатов оценки.

Применительно к относительно молодым предприятиям решение проблемы не ходится так («роллинговая процедура»), что в ретроспективе рыночная стоимость их капитала рассчитывается сначала на момент окончания первого года их существования - по определенным на основе специальной оценки на момент учреждения этих предприятий долям собственного и заемного капитала. Затем рыночная сто-

есть капитала предприятия и долей в нем рыночной стоимости собственного и заемного капитала на момент окончания второго года существования компании устанавливаются на основе оценки рыночной стоимости собственного и всего инвестированного капитала, оцененных на момент окончания первого года жизни компании. Рыночная стоимость капитала предприятия и долей в нем рыночной стоимости собственного и заемного капитала на момент окончания третьего года существования компании устанавливаются на основе оценки рыночной стоимости собственного и всего инвестированного капитала, оцененных на момент окончания второго года жизни компании. И так далее - до настоящего момента в календарном времени.

Очевидно, что это слишком сложная и недоступная для сколь-либо «пожилых» компаний процедура.

Поэтому на практике при расчете показателя *WACC* используются доли собственного и заемного капитала не в рыночной стоимости всего инвестированного предприятия капитала, а в балансовой.

Ясно, что это искажает результаты оценки. Однако в условиях повышенной неопределенности в части прогнозирования отдаленных во времени денежных потоков собственного капитала (особенно будущих стоимости и изменения задолженности компании) сознающие обозначенную проблему выбора практики обычно делятся на том, что меньшая ошибка в оценке бизнеса будет тогда, когда применяется не модель оценки собственного капитала *{Equity Model}* - на основе прогноза денежных потоков для собственного капитала и дисконтирования их по ставке дисконтирования, равной стоимости собственного капитала), а модель оценки [всего] инвестированного в бизнес капитала *{Entity Model}* - на основе прогноза свободных денежных потоков и дисконтирования их по ставке дисконтирования, равной средневзвешенной стоимости капитала).

При этом в расчете средневзвешенной стоимости капитала предприятия (*ACC*) в качестве стоимости собственного капитала (*COC*) в зависимости от используемого способа учета рисков бизнеса может браться величина как так называемой безрисковой ставки *R* (при применении метода сценариев и корректировке в сторону уменьшения ожидаемых свободных денежных потоков), так и рискованной ставки *i* (если риск бизнеса учитывается посредством добавления премии за риск к безрисковой ставке *K*). Кроме того, использование показателя *WACC* в качестве нормы дохода с рубля данного финансирования предприятия в будущем должно было бы предполагать расчет этого показателя также с учетом норм дохода на собственный капитал (стоимости собственного капитала *i* или *R*) и стоимости заемного капитала ($\gamma_{кр}$) так-*R* в будущем. Однако определение указанных величин затруднительно.

Когда предметом оценки выступает оценка имущественного комплекса (бизнеса в узком смысле этого слова, «дела»), при определении величины *WACC* в принципе допустимо исходить из некоторого «оптимального» распределения используемого в бизнесе капитала на собственный и заемный - имея в виду, что справедливая рыночная стоимость бизнеса должна была бы устанавливаться применительно к условиям наилучшего (наиболее эффективного) ведения данного бизнеса. Это

может означать, что доли заемного и собственного капитала при расчете применяемого тогда и затея 1ЛСАСС будут соответствовать соотношению заемного и собственного капитала, равног: к 80% (в соответствии с часто цитируемым эмпирически выработанным для данной ситуации щ лом «20 на 80»).

Если предметом оценки служит оценка собственного капитала компании обобщение достоинств и недостатков опоры на денежные потоки для собствен: капитала по сравнению с базированием расчетов на прогнозе свободных (безд< вых) денежных потоков отражено в таблице на рис. 12.2.

Использование денежных потоков для собственного капитала		Использование свободных (бездолговых) денежных потоков	
Достоинства	Недостатки	Достоинства	Недостатки
Адекватность предмету оценки	Трудности при прогнозировании на отдаленную перспективу стоимости и изменения задолженности	Отсутствие необходимости в прогнозировании стоимости и изменения долга на отдаленную перспективу	Проблема циркулятивности (снимается при оце— имущественного комплекса, когда доля! заемного капитала принимается наурсЕ- «оптимальной» (20
	Сложности в распределении величины задолженности и стоимости долга по разным бизнесам многопродуктовой компании	Отсутствие необходимости распределять задолженность и процентные платежи по разным бизнесам многопродуктовой компании	Трудности в прогнозировании стоимости собственн: ■ и заемного капитал в будущем

Рис. 12.2. Обобщение достоинств и недостатков опоры на денежные потоки для собственного капитала по сравнению с базированием расчетов на прогнозе свободных (бездолговых) денежных потоков

При использовании метода дисконтированных денежных потоков (*DCF*) рассматриваемые модели (*Equity Model* и *Entity Model*) могут сочетаться, если **оц**еваемый единственный бизнес компании является долгосрочным, а непосредств г ной целью оценки все же служит оценка рыночной стоимости собственного капп~ ла компании.

В этом случае можно по-разному подойти к оценке текущей стоимости денных потоков в прогнозном периоде (в рамках которого денежные потоки подда?: ся прогнозу по каждому будущему единичному периоду, т. е. году, кварталу или м сяцу) и к оценке текущей стоимости денежных потоков в постпрогнозном пери:) (величине «*Continuing Value*»). Иначе говоря, в рамках ближайшего по време:-прогнозного периода опираться на прогнозируемые денежные потоки для соб

зненного капитала, а за его пределами перейти к более легкому прогнозу среднего ожидаемого свободного (бездолгового) денежного потока.

Такой «гибрид» - применительно, например, к случаю, когда остаточный срок бизнеса неопределенно длителен - будет предполагать использование следующей формулы для оценки рыночной стоимости собственного капитала компании (ЦилиСК*):

$$\frac{CF}{(1+r)^{n1\Phi} + \text{Изб.Акт}^*} + \frac{I^{ЗК} = n}{(1+r)^{n1\Phi} + \text{Изб.Акт}^*}$$

CF_t - денежные потоки для собственного капитала, прогнозируемые по отдельным будущим годам (кварталам, месяцам) прогнозного периода $\tau_{1\Phi}$;

r - стоимость собственного капитала компании на момент оценки (ставка дисконтирования, рассчитанная для компании, например, согласно модели оценки капитальных активов);

$Q_{рб.л.}^*$ - средний ожидаемый в постпрогнозном периоде бездолговой (свободный) денежный поток;

$WACC^*$ - долгосрочная средняя величина средневзвешенной стоимости капитала в постпрогнозном периоде (в силу неопределенно длительного остаточного срока бизнеса может определяться в расчете на некие «оптимальные» доли заемного и собственного капитала, которыми обычно считаются 20% заемного капитала и 80% собственного капитала; при этом в качестве долгосрочной средней стоимости собственного капитала может браться рискованная ставка, рассчитанная на базе безрисковой ставки, которая определена как средневзвешенная доходность к погашению ликвидных долгосрочных государственных облигаций (для дисконтирования номинированных в долларах денежных потоков - российских евробондов) с наиболее длительными оставшимися до погашения сроками; в качестве долгосрочной средней стоимости заемного капитала допустимо использовать долгосрочный прогноз среднерыночной ставки по инвестиционным кредитам);

$ЗК^*_{\text{яя}}$ ~ ожидаемая на конец прогнозного периода непогашенная величина обязательств компании (ее вычитание из капитализированной величины свободных денежных потоков позволит оценить величину вклада в рыночную стоимость собственного капитала компании, который сделает на конец прогнозного периода капитализация среднего ожидаемого в постпрогнозном периоде свободного денежного потока); Изб.Акт^* - рыночная стоимость избыточных активов.

Применительно к этому же случаю (когда остаточный срок бизнеса неопределенно длителен), но если риски бизнеса учитываются путем корректировки ожидаемых денежных потоков по методу сценариев, приведенная формула примет вид:

$$\frac{CF;}{\frac{\text{б.д.кор.}^*}{WACC^*}}$$

введение в обозначения денежных потоков правого верхнего индекса «кор» означает, что эти денежные потоки являются результатом применения метода сценариев (рассчитаны с учетом оптимистического, пессимистического и наиболее вероятного сценариев Бизнес-плана);

R - безрисковая ставка на момент оценки;
 величина $WACC^*$ здесь рассчитана с использованием в качестве стоимости собственного капитала непосредственно средневзвешенной доходности к погашению ликвидных долгосрочных государственных облигаций (для дисконтирования номинированных в долларах денежных потоков - российских евробондов) с наиболее длительными: i тавшимися до погашения сроками.

Заметим, что и в рассматриваемой ситуации, и вообще при расчете тек; ■ стоимости денежных потоков для собственного капитала в прогнозном пер;_ при применении метода сценариев гораздо более корректно использовать перев f ную ставку дисконтирования R_b , представляющую собой средневзвешенную дох : ность к погашению ликвидных национальных долгосрочных государственных: лигаций (например, российских евробондов) со сроком до погашения, равным : I ку t , после истечения которого с оцениваемого бизнеса можно получить денеж:-:: поток CF_t . Ведь текущим эквивалентом дохода с бизнеса через t периодов дол* быть доход, который можно было бы получить при альтернативном вложен средств тоже на t периодов.

Иначе говоря, вместо величин $(CF_t^{Kop}/(1+R)^c)$ в последней формуле нужно бы использовать величины $(CF_t^{Kov}/(1+R_y)^t)$ - имея в виду, что определенные вы: показатели R_t обычно регулярно рассчитываются и публикуются в специализиз::: ванных аналитических базах данных.¹ При этом для перевода на момент оценки кущей стоимости свободных денежных потоков в пост-прогнозный период, умешенной на ожидаемую на конец прогнозного периода непогашенную задол/т .-. ность компании, надо было бы использовать ставку R_t адекватную для сро безрискового инвестирования средств на срок, равный длительности прогнозн. периода (т. е. ставку $R_{t=rlu}$).

Еще один существенный момент при оценке многопродуктовых компаний в ра ках модели оценки [всего] инвестированного в них капитала (либо при оценке г зволяющего выпускать и продавать разные виды продукции имущественного к: плекса) заключается в том, как распределять по свободным (бездолговым) дене ным потокам, индуцируемым разными бизнесами, связанные с платежа постоянные издержки C всей компании (связанные с эксплуатацией всего мнен: продуктового имущественного комплекса).

¹ Для оценки бизнеса в России использование переменных ставок дисконтирования R_t с<: бенно актуально, так как они учитывают не установившееся пока восприятие инвесторов стрс. вого риска капиталовложений в России. Это проявляется в том, что средневзвешенные (на ос и мы выпусков соответствующих облигаций) доходности к погашению российских евробондон сроками до погашения, в среднем равными одному и двум годам, существенно меньше чем по вв пускам российских евробондов со сроками до погашения, в среднем равными больше двух лет. Т: кую же зависимость можно было бы получить в результате применения формулы Фишера, ко:: нужно было бы учитывать прогноз уменьшающейся в России в будущем инфляции (S_t): $R_t = r + S_t + rS_t$, где r - долгосрочная среднемировая (для глобализируемой экономики) безрисков- ставка, в реальном выражении равная 0,01 - 0,015.

Решение этой проблемы может быть найдено достаточно просто. А именно: эти постоянные издержки (постоянные платежи) вообще не нужно распределять. Их следует вывести из состава рассчитываемых по отдельным бизнесам свободных денежных потоков и затем просто капитализировать как постоянный (по определению не зависящий от объема выпуска и продаж продукции - здесь к тому же и любой) отток денежных средств, вычитая результат капитализации ($C/WACC$ — для случая простой прямой капитализации) из текущей стоимости ожидаемых свободных денежных потоков.

Этот прием будет использоваться в рассматриваемой далее упрощенной модели оценки бизнеса на основе чистых операционных денежных потоков.

2. Упрощенная схема оценки при использовании прогноза чистых операционных денежных потоков и отдельном учете связанных с платежами постоянных издержек

Чистые операционные денежные потоки (*Net Operating Cash Flows*) - это денежные потоки, при прогнозе которых в составе элементов притока и оттока денежных средств учитываются только ожидаемые поступления и платежи, связанные с текущей операционной деятельностью компании (включая все налоговые платежи) — без учета амортизационных отчислений, не представляющих собой оттока денежных средств, инвестиций в основной и оборотный (в прирост собственных оборотных средств) капитал компании, а также процентных платежей по ее долгосрочной задолженности и изменения этой задолженности.

Из охарактеризованного таким образом показателя в целях дальнейшего анализа могут быть далее выделены чистые операционные денежные потоки, рассчитываемые с учетом только тех элементов текущего оттока средств, которые связаны с постоянными, а не косвенными текущими затратами (с переменными, а не постоянными издержками).

При этом в рассматриваемой упрощенной схеме оценки допускается даже вместо чистых операционных денежных потоков использовать зависящий от системы налогообложения предприятия так называемый *чистый операционный доход за минусом приходящихся на него суммарных налоговых платежей* (*Net Operating Profit less Adjusted Tax*). Правда, тогда должно быть предъявлено требование о неизменности в будущем применяемой на предприятии системы бухгалтерского учета. Приходящиеся на чистый операционный доход либо на чистый операционный денежный поток суммарные налоговые платежи («адаптированный налог») могут быть рассчитаны как произведение их ожидаемых величин на коэффициент (коэффициент налогового бремени), соотносящий имевшие место в среднем в прошлом парные налоговые платежи и чистый операционный доход или чистый операционный денежный поток. Иначе говоря:

$$\text{Adjusted Tax} = (\text{«Ожидаемый чистый операционный денежный поток либо чистый операционный доход»}) \times (\text{«Средние суммарные налоговые платежи в прошлом»} / \text{«Средний чистый операционный поток либо чистый операционный доход в прошлом»})$$

Строго говоря, рассчитывать указанный показатель при экстраполяции на шее отношения суммарного налогового бремени к чистому операционному д- -ному потоку в прошлом можно при двух условиях:

- 1) или как в прошлом, так и в будущем остаются неизменными состав на ~и правила налогообложения,
- 2) или (что для отечественных условий реальнее) предприятие в структуре *ших* постоянных издержек все время выделяет средства на оплату услуг налог^; консультантов, следование рекомендациям которых должно позволить *преятию* даже при несоблюдении первого условия все равно удерживать свое с\ \ное налоговое бремя на в среднем неизменном уровне.

Величина «адаптированного налога» может быть использована при прогнозировании и друг.¹ ~ денежных потоков (тех, которые применяются в моделях оценки собственного и [всего] инвест ного капитала - т е денежных потоков для собственного капитала и свободных денежных пс В этих случаях не нужно будет по отдельности прогнозировать налог на прибыль, налог на иму _и пр Однако при исчислении ожидаемых денежных потоков для собственного капитала и евс: (бездолговых) денежных потоков «адаптированный налог» рассчитывается на основе коэффи_ налогового бремени, отражающего отношение суммарных налоговых платежей к выручке либ^ рациональной прибыли (что хуже, так как здесь способна сказаться специфичность балансово политики предприятия)

Связанные с платежами постоянные издержки («платежные расходы»)- эт элементы операционных расходов, которые: (1) не зависят от объема вып и продаж продукции, а также (2) могут квалифицироваться как платежи (вкли - постоянные налоговые и социальные платежи).

Базируясь на этих двух показателях, можно сначала оценивать как таково *отлаженный бизнес* (отлаженное «дело»), не принимая во внимание инвес в основной и оборотный капитал, которые потребуются для поддержания и/и лаживания бизнеса, а также источники финансирования этих инвестиций.

Имея в виду упомянутый здесь предмет оценки, можно задаться вопросом о том, что же им-- в виду, когда всю рассматривавшуюся выше оценочную деятельность именуют «оценкой биз-- Эту оценку следовало бы вообще разбивать на оценку

- отлаженного бизнеса,
 - бизнеса с учетом необходимого инвестирования в его поддержание и развитие;
 - инвестированного в бизнес капитала,
 - собственного капитала компании, ведущей определенный бизнес
-

Затем же можно указанные моменты учесть дополнительно - переходя после вательно к оценке имущественного комплекса (всего инвестированного в би. капитала) РI К оценке собственного капитала компании, занимающегося оценен бизнесом.

Схема оценки, таким образом, разбивается на *три этапа*, а упрощение оце сосТОРiТ в том, что фактор времени в схеме учитывается только в части будущих кущих (операционных) поступлений и платежей.

Упомянутые этапы таковы:

на *первом* этапе может быть рассчитана рыночная стоимость *отлаженного бизнеса* (при этом оценка делается вполне корректно и без значимых упрощений, если ней основываются на чистых операционных денежных потоках, а не на чистом операционном доходе за минусом суммарных налоговых платежей);

на *втором* этапе может быть упрощенно оценена рыночная стоимость *имущественного комплекса*, обеспечивающего бизнес (с учетом потребных инвестиций в основной и оборотный капитал);

на *третьем* этапе упрощенно может быть оценена рыночная стоимость *собственного капитала* компании, на данный момент владеющей указанным имущественным комплексом.

Все приведенные три этапа для *однопродуктового* предприятия в обобщенном виде отражены схемами, которые показаны на рис. 12.3, 12.4 и 12.5.

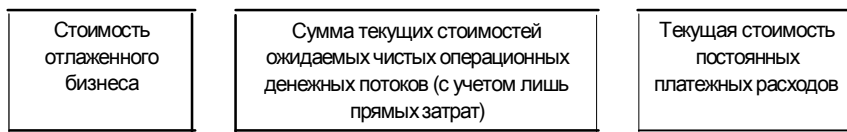


Рис. 12.3. Этап первый: оценка рыночной стоимости отлаженного бизнеса

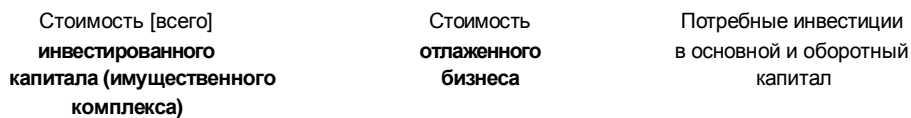


Рис. 12.4. Этап второй: оценка рыночной стоимости имущественного комплекса

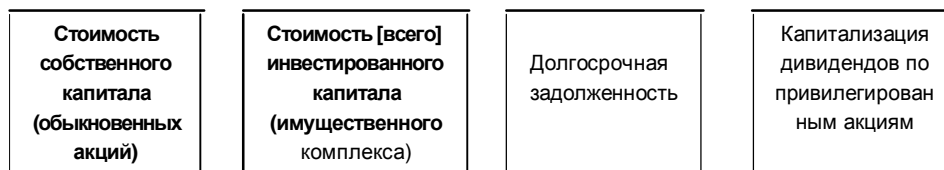


Рис. 12.5. Этап третий: оценка стоимости собственного капитала компании

Заметим, что третий этап оценки на данной схеме подразумевает оценку только части собственного капитала компании, которая приходится на владельцев ее обыкновенных акций. Если же у оцениваемой компании есть не только обыкновенные, но и привилегированные акции, то гарантированные в долгосрочном плане дивиденды по последним, естественно, уменьшают ценность компании для владельцев обыкновенных акций и, следовательно, их капитализированная величина должна вычтена из результата оценки общего собственного капитала компании.

Применительно к *многопродуктовому* предприятию все отраженное в предыдущих схемах можно было бы свести в одну комплексную схему (рис. 12.6), в которой на первом этапе оценки суммируются капитализации (возможно, в расчете на различные остаточные сроки соответствующих бизнесов) средних ожидаемых чистых

операционных денежных потоков по разным выпускаемым компанией продукту и капитализация на неопределенно длительный срок ее постоянных (связанная с платежами) издержек.

Второй и третий этапы оценки в этом случае сходны со случаем оценки однопродуктового предприятия - с той разницей, что инвестиции в основной и оборотный капитал (прирост собственных оборотных средств) нужно и можно будет рассчитать на потребные в конкретные будущие периоды инвестиции в интересах поддержания и развития выпуска и продаж разных видов продукции. Раз это будет еще; то станет возможным их и дисконтировать, определяя их текущую стоимость.

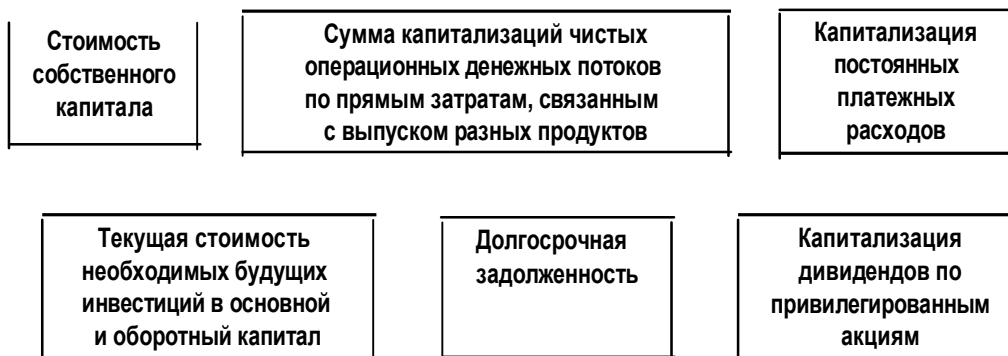


Рис. 12.6. Упрощенная схема оценки рыночной стоимости собственного капитала (обыкновенных акций) многопродуктового предприятия (без вычитания последних трех компонентов схемы - суммарной стоимости отложенных бизнесов по выпуску и продажам разных продуктов предприятия; без вычитания последних двух компонентов схемы - имущественного комплекса по выпуску и продажам всех продуктов предприятия)

Заметим, что:

- капитализация чистых операционных денежных потоков в части прямых затрат предприятия и его постоянных расходов в рассматриваемой схеме в подразделении в схеме источников финансирования соответствующих затрат: на собственные и заемные средства должно проводиться с использованием в качестве ставки дисконтирования средневзвешенной стоимости капитала ($WACC$), которая ориентирована на рыночные стоимости собственного и заемного капитала и оптимальную структуру капитала компании в будущем; (например, при выведении доли заемного капитала на 20% от всего инвестированного в компанию капитала);
- при этом, однако, следует учитывать конкретную задолженность компании на момент оценки;
- капитализация дивидендов по привилегированным акциям должна осуществляться с использованием коэффициента капитализации, равного стоимости собственного капитала компании, так как это отразит точку зрения инвесторов собственного капитала, для которых уплата указанных дивидендов уменьшает их собственный доход с бизнеса;

■ для расчета содержащихся в схеме капитализаций должны использоваться модели (прямой капитализации при неопределенно длительном сроке получения чистых доходов, модели Инвуда, Хоскальда либо текущие стоимости обычных аннуитетов по рискованной или безрискованной ставкам), которые наиболее адекватны задаваемым предпосылкам в части остаточного срока того или иного бизнеса (выпуска и продаж того или иного продукта) компании. Важным достоинством схемы оценки, отображенной на рис. 12.6, является то, что она позволяет избежать решения непростой (а зачастую просто не поддающейся решению) проблемы разнесения постоянных издержек компании в целом на отдельные виды ее продукции (по отдельным бизнесам) при прогнозировании по ним денежных потоков.

Не следует смешивать данную проблему с чисто бухгалтерским - а, значит, всегда условным распределением по отдельным видам продукции неких накладных расходов (например, пропорционально каким-то элементам прямых затрат - типа затрат на заработную плату основного производственного персонала).

В приведенной схеме такая задача становится избыточной, которую и не стоит решать.

§ 3. Оценка инвестированного капитала на основе модели «экономической прибыли» (Economic Profit Model)

Хотя модель «экономической прибыли» (*Economic Profit Model*) и опирается не только на прогноз денежных потоков, сколько на прогноз зависящих от системы та предприятия прибылей (система учета оцениваемого предприятия тогда не должна меняться), она отличается тем, что в ней *совмещаются* два базовых подхода к оценке бизнеса - доходный и имущественный (затратный).

Основная идея этой модели исходит из того, что рынок (участники рынка) могут все-таки оценивать бизнесы *одновременно* принимая во внимание и потенциал будущих чистых доходов с бизнеса (первое), и ценность используемого в бизнесе имущества (второе), в то время как взятые по отдельности доходный и имущественный (затратный) подходы, как это до сих пор предполагалось, базируются *только* либо на первом, либо на втором.

Иначе говоря, логически рассуждая, доходный и имущественный (затратный) подходы взаимно исключают друг друга, так как действительно невозможно получать будущие доходы с бизнеса, продав нужное для него имущество - и наоборот. Однако итоговые оценки реального рынка часто бывают в каком-то смысле нелогичными - может быть, потому, что оказываются результатом действий и мнений разных участников рынка, каждый из которых смотрит на ценность предприятия с точки зрения своей логики (в данном случае - логики либо доходного либо имущественного или затратного подходов).

Принципиальная формула модели «экономической прибыли» довольно проста и выглядит следующим образом:

$$K^* = 2I \text{ Акт}^* + \text{Текущая стоимость ожидаемых экономических прибылей},$$

где $X_{\text{Акт}}^*$ - общая рыночная стоимость всех используемых в бизнесе активов, представляющая собой сумму их оценочных рыночных стоимостей (что предполагает предположение о применении в оценке имущественного или затратного подхода к оценке; это хорошо соответствует требованиям российского национального стандарта по оценке, который заставляет оценщиков параллельно применять все подходы к оценке).

Самым интересным в рассматриваемой модели является вопрос о том, что та и как могут рассчитываться ожидаемые «экономические прибыли».

Обычно для этого предлагается два основных метода.

Первый метод основан на выявлении той величины связанных с платежами ожидаемых прибылей (или, что точнее, чистых операционных денежных потоков), которая будет превышать минимально необходимую отдачу с рыночной стоимостью активов предприятия.

Размер указанного превышения и называется тогда «экономической прибылью».

В свою очередь, упомянутая минимально необходимая отдача определялась бы средневзвешенной стоимостью капитала, вложенного в каждый рубль рыночной стоимости имущества предприятия.

Если так понимать «экономическую прибыль», то справедливыми оказываются две приводимые ниже альтернативные формулы:

$$\text{Ожидаемая экономическая прибыль} = \text{Чистый операционный денежный поток} - (Z_{\text{Акт}}^*) \times WACC$$

или

$$\text{Ожидаемая экономическая прибыль} = \text{НОПА} - (X_{\text{Акт}}^*) \times WACC$$

где **НОПА** - чистый операционный доход за минусом суммы приходящихся на него налоговых платежей (*Net Operating Profit less Adjusted Tax*).

По поводу этих двух формул также следует иметь в виду, что используются в них:

- показатели чистого операционного денежного потока либо чистого операционного дохода за минусом суммы приходящихся на него налоговых платежей являются средними ожидаемыми в будущем;
- средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$) также должна относиться к будущему, а, следовательно, должна рассчитываться исходя из ожидаемых в будущем стоимости собственного капитала (COC или, в ранее использовавшихся обозначениях i либо R - в зависимости от того, какой способ учета рисков бизнеса использован в расчете), стоимости заемного капитала (представленной ожидаемой будущей рыночной кредитной ставкой $z_{кр}$, скорректированной на ожидаемую, лучше всего неизменную, ставку налога на прибыль $к_{см}$ формулы для расчета $WACC$) и неких «оптимальных» долей заемных средств.

и собственного капитала в бизнесе (которые на практике чаще всего принимаются на уровне соотношения «20 на 80»).

Что же касается текущей стоимости ожидаемых «экономических прибылей», то обычно рассчитывают как капитализацию (прямую либо по моделям Инвуда, калда либо по заменяющим их моделям обычного текущего аннуитета - в зависимости от остаточного срока бизнеса и того, учтен ли в базовой безрисковой вке возврат капитала, см. главу 11) средних ожидаемых чистых операционных ежных потоков (или среднего ожидаемого показателя *NOPLAT*), уменьшенных величину $(\text{Г АКТ}^*) \times W > \text{ICC}$ минимально необходимой отдачи со средств, БЛОЧНЫХ в активы предприятия, чья сегодняшняя рыночная стоимость равна $F \text{ АКТ}^*$.

Второй метод расчета «экономических прибылей» в большей мере акцентирует азатели качественно проработанного бизнес-плана предприятия, который по : - зультатам его выполнения и с учетом изменения конъюнктуры должен постоян- орректироваться.

Он базируется на оценке рыночной стоимости инвестированного в уже отла- Жтнный бизнес капитала, которая получена с использованием *первого* метода, .отнятием во внимание того, насколько рентабельность *будущих* (согласно с-плану) инвестиций в основной и оборотный капитал бизнеса ($ROIC_{\text{бу;л}}$) пре- ■ысит *будущую* средневзвешенную стоимость используемого для этих инвестиций ~птала ($\wedge \text{ЛСС}_{\text{буд}}$).

Экономическая прибыль» тогда как раз и составит разницу между отдачей со %: г то, по его рыночной оценке, инвестированного на данный момент в бизнес капи-из-гл

K^* (оцененного по одной из приведенных выше формул), которая ожидается, ю бизнес-плану предприятия, а также по предусмотренной в нем рентабельна: ти *новых* инвестиций в основной и оборотный капитал, и средневзвешенной ::мостью капитала, который будет инвестироваться.

другими словами, ожидаемая [годовая] «экономическая прибыль» тогда может выражена как:

Зжидаемая экономическая прибыль = $/^* \times (\text{Южид. средн. } ROIC \text{ с новых инвестиций в основной и оборотный капитал} - WACC_{\text{вил}})$,

$i I^*$ - необходимая и планируемая для поддержания и развития бизнеса величина будущих новых инвестиций в основной и оборотный капитал предприятия; подчеркнем, что: 1) средняя величина $ROIC$ с новых инвестиций определяется только в пределах горизонта надежного прогнозирования прибылей в бизнес-плане (что занижает эту величину); (2) здесь имеется в виду средневзвешенная стоимость только того капитала, кото- :ый привлекается для финансирования будущих инвестиций $/^*$; очевидно, что подчеркнутые условия сужают возможности применения данной интерпретации ожидаемых жономических прибылей.

се, что связано со способами капитализации этой ожидаемой «экономической ыли», характеризуется теми же моментами, которые освещались выше в связи : зым методом оценки «экономических прибылей».

Очевидно, что второй из рассмотренных методов основывается на примере первого и является более «продвинутым». Однако, с точки зрения своей соде: ж тельности, он скорее должен был бы характеризоваться как производный от пери го метода и менее надежный

Отметим также, что наиболее перспективно сочетание обоих рассмотреннь: тодов - такое, что:

- сначала (первый метод) должна определяться величина рыночной стоимK* инвестированного капитала по первому методу расчета «экономичен:прибылей» (без учета рентабельности будущих новых инвестиций в осе:ной и оборотный капитал), а затем
- (второй метод) с учетом бизнес-плана предприятия и прогноза рентабел:сти будущих новых инвестиций в основной и оборотный капитал должна: асчитываться уточненная (увеличенная) величина рыночной стоимости Iинвестированного капитала, которая базируется как на величине K*, таквеличине /*.

Если же переходить к оценке собственного капитала (СК*) конкретной кош нии, которая ведет оцениваемый бизнес, то эта оценка, очевидно, будет подраз: вать вычитание из получаемой первым либо вторым из рассматривавшихся мс дов оценки [всего] инвестированного в бизнес капитала обязательств или заемв капитала (ЗК) рассматриваемой конкретной компании.

То есть:

$$СК* = K* - ЗК \text{ (первый метод) или } СК* = K^{**} - ЗК \text{ (второй метод).}$$

В целом, модель «экономической прибыли», таким образом, предполагает б: широкий, чем это характерно для отдельно взятых доходного и имуществен; (затратного) подходов к оценке бизнеса, взгляд на оценку бизнеса и может быть: комендована как способ некоего синергетического анализа в оценке - даже г всех допускаемых в этой модели упрощениях.

Отметим также, что само *совмещение* в общепризнанной модели «эконом?: ской прибыли» имущественного (затратного) и доходного подходов к оценке 5 неса делает несколько проблематичным (если не сказать более сильно) идек ставлять оценщиков бизнеса по отдельности оценивать бизнес (компанию) в : ках разных подходов к оценке стоимости и, тем более, присваивать результ:- этих оценок разные коэффициенты доверия.

Такие коэффициенты (которые, с точностью до сотых долей единицы, нужн: в сущности произвольно - определять в интервале от нуля до единицы) вообще и кредитируют всю оценочную деятельность, если с их помощью можно в необх; | мую заказчику оценки сторону «корректировать» итоговый результат оценки, п маемый как средневзвешенную (с использованием таких коэффициентов) велич;

§ 4. Еще раз об имущественном (затратном) подходе

Кажущийся многим оценщикам простым в понимании имущественный (затр \ ный) подход к оценке бизнеса на самом деле таит в себе многие «подводные кам::

случайно в современной западной литературе по оценке бизнеса этот подход вообще практически более не рассматривается как способ оценки бизнеса. Косвенным признаком проблематичности данного подхода служит уже само его омонимичное название. В самом деле, можно задаться вопросом: почему рассматриваемый подход часто бывает затратным? (Кстати, это официальное его наименование согласно действующему российскому стандарту, который определяет основные понятия и термины оценочной деятельности.)

Дело в том, что при оценке имущества компании по целому ряду активов (таких, как недвижимость, машины и оборудование, объекты инфраструктуры и пр.) методология рассматриваемого подхода допускает оценку их рыночной стоимости по восстановительной стоимости имущества.

Финансовая природа понятия восстановительной стоимости такова, что эта стоимость должна быть эквивалентной той сумме затрат, в которую любому потенциальному покупателю соответствующего имущества на момент оценки обошлось бы воссоздание такого же имущества (с той же мерой износа) собственными силами или с привлечением сторонних подрядчиков - за свой счет. При этом предлагается, что потенциальный покупатель не заплатит за рассматриваемое имущество больше указанных потенциальных затрат по его воссозданию («восстановлю»).

«Восстановление», «восстановительная стоимость», как и многие другие вошедшие в обиход в русском языке термины оценочной деятельности, вообще не являются самыми удачными, что в большой мере лежит на совести торопившихся переводчиков западной литературы. Ж

Писанное понимание восстановительной стоимости объясняет, почему вместо термина «имущественный» зачастую применяют термин «затратный». Последний, мы видим, используется вовсе не потому, что рыночную стоимость определяют по той стоимости, которая, мол, должна возместить продавцу имущества его фактически понесенные прошлые затраты на создание или приобретение имущества. В принципе, корректное понимание финансовой природы восстановительной стоимости может соответствовать оценке стоимости имущества как вероятной выручки от его продажи, потому что оно позволяет определять максимально допустимо для покупателя цену, которую он был бы готов уплатить за имущество. Доходный подход тоже ориентируется на такую цену - с той разницей, что в доходном подходе предполагается, что покупатель не уплатит за имущество больше той суммы доходов, что получит от его коммерческого использования в будущем сам. Однако все дело в том, что по многим активам при расчете их восстановительной стоимости на практике утрачивается ее методологически корректное содержание, выражается сколь-либо явно просматривается логика оценки затрат, для покупателя действительно альтернативных уплате цены за данное имущество. Если же эта логика отсутствует, то рассчитываемая восстановительная стоимость утрачивает свойство служить оценкой рыночной стоимости (как потенциальной, пусть и максимально возможной) цены и выручки при продаже актива. Становится

вится непонятным, что же тогда рассчитывается и какое отношение результат чета будет иметь к оценке рыночной стоимости.

В самом деле, возьмем для примера оценку *оборудования* (тип активов, характерный для производственных предприятий).

Строгая (без утери финансового содержания оценки) реализация при: оценки восстановительной стоимости предполагала бы оценку того, во ск:т: обошлось бы потенциальному покупателю этого имеющего определенный физ: ский, технологический и функциональный износ оборудования изготовление га го же - с теми же мерами перечисленных выше видов износа - оборудования, е: бы потенциальный его покупатель задался целью это сделать (хотя бы профи:-: сировать).

Сколько-нибудь детальный анализ тогда заставлял бы, как минимум, оце:-: сумму альтернативных затрат потенциального покупателя на:

- приобретение *всех* подержанных (с такой же мерой всех видов износа) :- ~лплектующих изделий (компонентов), необходимых для сборки этого сдования, и
- оплату работ по сборке оборудования из изношенных компонентов (ком::тующих изделий).

Однако это чаще всего невозможно, так как по *всем* подержанным комплект щим изделиям (компонентам), необходимым для сборки этого оборудования, сс»п ветствующего реально существующего рынка просто нет, что не позволит оцен потребные для приобретения затраты.

Если оцениваемое оборудование достаточно старое, то чаще всего отсутстт и рынок услуг по производству (по индивидуальному заказу) даже физическ: изношенных вновь производимых компонентов (запасных частей) для давно : того с производства оборудования.

Отмеченное тем более характерно, чем более специальным (специфическим тивом является оцениваемое оборудование.

Использование - для преодоления указанных сложностей - любых по СЕ конфигурации сложных формул *принципиально* не способно сохранить фшк вую природу корректно определяемой восстановительной стоимости расе ваемого оборудования.

Такая же ситуация складывается и при оценке специальной (не универсалы- по своему применению) недвижимости .

Если же говорить о восстановительной стоимости объектов инфраструкт: (типа дорог, **линий** связи - включая объекты социальной инфраструктуры, с альные активы или, согласно традиционно принятым у нас терминам, «соцку.т быт»), экономическая значимость таких объектов вообще *исключительно заклк* ется в том, чтобы быть *вспомогательными* для того или иного вида бизнеса акт]; ми. Оценка их рыночной стоимости по принципу оценки их восстановитель? стоимости, следовательно, несостоятельна по причине несоответствия предна: чения данного вида имущества.

Применительно к финансовым активам (например, к акциям) понятие восстановительной стоимости, очевидно, теряет свой смысл окончательно.

В итоге, можно было бы предложить простую схему того, как следовало бы рас-
- матривать и применять этот имущественный (затратный) подход к оценке бизнеса
рис. 12.7).

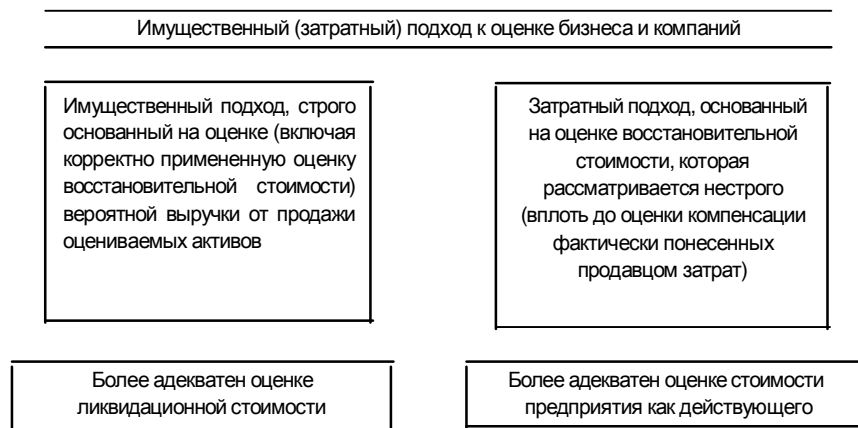


Рис. 12.7. Внутренняя логическая структура имущественного (затратного) подхода к оценке бизнеса

Из приведенной на рис. 12.7 схемы видно, что имущественный (затратный) под-
: д к оценке бизнеса в действительности распадается на два достаточно принципи-
тно различных и самостоятельных подхода - собственно имущественный и соб-
: зенно затратный. И каждый из них имеет собственную сферу применения.

При этом сфера применения затратного подхода сужается, так как нестрогое
: лменение принципа оценки восстановительной стоимости имущества не вызы-
ет доверия у рационально мыслящих заказчиков оценки.