WILEY FINANCE

Интегрированная оценки бизнеса

З. Кристофер Мерсер, Трэвис У. Хармс

Под научной редакцией В.М. Рутгайзера

издательство Маросейка

Интегрированная теория оценки бизнеса

Монография издана по заказу
Московской финансово-промышленной академии (МФПА),
а также учебных центров следующих саморегулируемых организаций оценщиков:
«Ассоциация российских магистров оценки» (АРМО),
«Национальная коллегия специалистов-оценщиков» (НКСО),
«Общество профессиональных экспертов и оценщиков» (ОПЭО),
«Межрегиональный союз оценщиков» (МСО)

Для семинара, проводимого АНО «Союзэкспертиза» при ТПП РФ
совместно с СРО оценщиков АРМО
15.04.2008

John Wiley & Sons, Inc. ▪ Издательство «Маросейка»

Business Valuation

An Integrated Theory
Second Edition

Z. CHRISTOPHER MERCER, ASA, CFA
TRAVIS W. HARMS, CPA/ABV, CFA

BICENTENNIAL 1807 WILEY 2007 BICENTENNIAL

John Wiley & Sons, Inc.

З. Кристофер Мерсер, Трэвис У. Хармс

Интегрированная теория оценки бизнеса

Второе издание

Под научной редакцией В.М. Рутгайзера

издательство Маросейка
Москва 2008

УДК 330.13
ББК 65.290.5
М 52

Перевод:
Л.И. Лопатников

Научный редактор перевода:
В.М. Рутгайзер, доктор экономических наук, профессор, президент «НП Саморегулируемая организация Ассоциации российских магистров оценки» (АРМО)

З. Мерсер, Т. Хармс

М52 **Интегрированная теория оценки бизнеса** / Под научн. ред. В.М. Рутгайзера; (пер. с англ. Л.И. Лопатников). — М.: Маросейка, 2008. — 288 с. — Доп.тит.л. англ.

ISBN 978-5-903271-16-0

Издание этой монографии можно рассматривать как заметное событие для российских оценщиков. Монография является одной из немногих работ, отвечающих, как считают ее авторы, не только на вопрос «как?», но и на вопрос «почему?». В ней представлены основные взаимосвязи оценочных исследований стоимости бизнеса, от согласованного анализа которых зависит целостность выполняемых оценщиками работ.

Эта книга, посвященная раскрытию Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса, позволяет по-новому взглянуть на устоявшиеся схемы и процедуры в этой сфере оценочной деятельности.

Книга рассчитана на широкий круг профессионалов в таких областях, как бизнес, финансы, оценка бизнеса, а также на юристов, адвокатов, аудиторов, бухгалтеров, налоговых агентов, таможенников и др.

УДК 330.13
ББК 65.290.5

ISBN 978-5-903271-16-0

© John Wiley & Sons, Inc.
© Лопатников Л.И., перевод на русский язык, 2008
© Маросейка, оформление, 2008

Содержание

Слово научного редактора 11

ВВЕДЕНИЕ 15

Что такое Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса 15
Интегрированная теория дает ответы 17
Для кого предназначена эта книга? 17
Профессионалы в области финансов, а также в области слияний и поглощений (M&A) 17
Оценщики бизнеса 18
Аудиторы и пользователи финансовой отчетности, учитывающие измерения справедливой стоимости 19
Пользователи отчетов об оценке стоимости бизнеса 20
Количественная модель оценки скидки за недостаточную ликвидность акций (QMDM) 20

ГЛАВА 1. Дисконтированный денежный поток и модель Гордона: основные базисные условия оценки стоимости бизнеса 21

Введение 21
Часто задаваемые вопросы 21
Основные инструменты оценки 22
Модель дисконтированного денежного потока 22
Модель Гордона 23
Двухстадийная модель DCF 24
Практическое доказательство: модель DCF = модель Гордона 26
Дивиденды, реинвестирование и рост 28
Интуитивное представление о влиянии реинвестирования денежных потоков 28
Реинвестирование и модель Гордона 29
Основной бизнес в сопоставлении с решениями по реинвестированию 31
Рост прибыли от основного бизнеса (g_e) в сопоставлении с ожидаемыми аналитиками условиями роста прибыли (g^*) 36
Чистая прибыль в сопоставлении с денежным потоком 39
Множество показателей g и одна-единственная характеристика r для модели Гордона 39
Обратимся снова к g_e — долговременному темпу ожидаемого прироста прибыли 40
Вернемся к g^* — долгосрочному темпу прироста денежного потока 41

Соотношение между чистой прибылью и чистым денежным потоком 42
Относится ли r к чистой прибыли или к чистому денежному потоку? 43
Дальнейший анализ соотношения чистой прибыли и чистого денежного потока 45
Практические выводы 49
Заключение 53

ГЛАВА 2. «Гроздья» стоимости (The Grapes of Value) 55

Введение 55
Часто задаваемые вопросы 55
Мир стоимости 55
«Гроздья» стоимости (Grapes of Value) 56
Ясность приходит постепенно 56
Уроки, полученные от первого клиента 57
Организационные принципы 61
G — Принцип роста и времени (G — the Principle of Growth and Time) 61
R — Принцип риска и вознаграждения (R — the Principle of Risk and Reward) 63
A — Принцип альтернативных инвестиций (A — the Principle of Alternative Investments) 64
P — Принцип приведенной (текущей) стоимости (P — the Present Value Principle) 65
E — Принцип ожиданий (E — the Principle of Expectations) 67
S — Принцип здравого смысла, рациональности и согласованности (S — the Principle of Sanity, Rationality and Consistency) 70
Корзина, где собраны «гроздья»: Принцип знания (the Basket for Grapes: the Principle of Knowledge) 71
Заключительные комментарии 71
Приложение 2-А Кристаллизация принципов 74
Приложение 2-Б Неслучайные мысли относительно оценки стоимости бизнеса 76
Приложение 2-В Неслучайные мысли о бизнесе оценки стоимости бизнеса (издание 2004 года) 79

ГЛАВА 3. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса 83

Введение 83
Часто задаваемые вопросы 83
Модель Гордона 85
Ранние подходы к уровням стоимости 86
Уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности 88
Уровни стоимости, связанные с контролем 92
Уровень стоимости, соответствующий финансовому контролю 95
Премия за финансовый контроль 98

Прерогативы контроля: введение в скидку за миноритарный (неконтрольный) характер доли собственности 100
Скидка на неконтрольную (миноритарную) долю собственности 103
Уровень стоимости, связанной со стратегическим контролем....105
Премия за стратегический контроль 109
Уровень стоимости для предприятия в целом в сопоставлении с уровнем стоимости для акционера 110
Уровень стоимости, соответствующий неликвидной миноритарной доле собственности 112
Скидка на недостаток ликвидности....116
Применение скидок на недостаточную ликвидность в отношении к контрольной доле собственности 117
Теоретические основы 117
Аргументы в пользу существования скидки на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности....117
Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса....120
Заключение 121
Приложение 3-А Разбор конкретных ситуаций — условия формирования цен при поглощениях компаний (Acquisition Pricing) и Интегрированная теория (Integrated Theory) 123
Почему многие поглощения не повышают стоимость компании для акционера....123
Анализ предложений....124
Стратегические соображения о хозяйственной деятельности 125
Размышления финансового директора....127

ГЛАВА 4. Корректировки отчетов о прибылях и убытках: процедуры нормализации и корректировки характеристик контроля 129

Введение 129
Часто задаваемые вопросы 130
Интегрированная теория и корректировка финансовой отчетности 131
Два типа корректировки фннансовой отчетности 133
Корректировки фннансовой отчетности и применяемая ставка дисконтирования....133
Нормализационные корректировки отчетности о доходах 135
Примеры нормализационных корректировок....137
Контрольные корректировки финансовой отчетности 140
Влияние корректировок показателей прибыли на потенциальную оценку стоимости бизнеса....144
Природа премий за контроль 146
Премии за контроль и справедливая рыночная стоимость бизнеса (FMV) 146
Премии за контроль — результаты оценки, но не движущие драйверы стоимости (Valuation Results, Not Value Drivers)....148
Заключение 149
Приложение 4-А Назидательная история 150

ГЛАВА 5. Фундаментальные корректировки рыночных ставок капитализации 153

Введение 153
Часто задаваемые вопросы 154
Вернемся к «гроздьям» стоимости 155
Общее представление о фундаментальных корректировках 156
Фундаментальные корректировки, порождаемые различиями в рисках 156
Фундаментальные корректировки, порождаемые различиями в прогнозах роста 158
Фундаментальные корректировки под другим названием 159
Практические приемы для обоснования фундаментальных корректировок 159
Квантификация фундаментальных корректировок с использованием ACAPM 159
Использование для определения фундаментальной корректировки показателей иных, чем медианное или среднее значения 166
Иллюстрация понятия фундаментальных корректировок 168
Аргумент двойного счета 172
Скидки на недостаточную ликвидность для контрольной доли собственности 173
Обсуждение проблемы фундаментальных корректировок в литературе 176
Заключение 177

ГЛАВА 6. Соответствующее развитие системы расчетов ставок дисконтирования 179

Введение 179
Часто задаваемые вопросы 180
Модель скорректированной оценки капитальных активов 180
Чувствительность ставки дисконтирования и произвольные суждения 185
Здравый смысл и обоснованность модели ACAPM 186
ACAPM и оценивание на уровне отдельных акционеров 189
Заключение 189
Приложение 6-А Общая характеристика модели оценки капитальных активов (CAPM) 191

ГЛАВА 7. Введение в модель QMDM: уровень стоимости, относящийся к отдельному акционеру 195

Введение 195
Часто задаваемые вопросы 195
Возможные подходы к оценке стоимости на уровне акционера 196
QMDM: модель дисконтированного денежного потока применительно к уровню акционера 198
Структура модели дисконтированного денежного потока (DCF) для уровня акционера 199
Визуальное представление уровня стоимости доли собственности отдельного акционера в модели дисконтированного денежного потока 203

Факторы, влияющие на формирование скидки на недостаточную ликвидность 205
Исходный пример (стоимость на уровне акционера равна стоимости на уровне предприятия) 206
Влияние агентских затрат 209
Влияние рисков дополнительного периода владения акциями 210
Комбинированное воздействие на общую скидку на недостаточную ликвидность 210
Обзор представленного анализа 211
Заключение 212
Приложение 7-А Посмотрим еще раз на исследования акций, выпускаемых перед объявлением IPO, а также ограниченных акций 213
Исследования акций до-IPO (pre-IPO) 213
Исследования ограниченных акций 214

ГЛАВА 8. Подробнее о предпосылках QMDM 217

Введение 217
Часто задаваемые вопросы 217
Предпосылка № 1: ожидаемый период владения акциями (для инвестора) (Expected Holding Period for the Investment) (HP) 218
Ликвидность и ожидаемый период владения акциями 218
Факторы, которые следует учитывать при определении ожидаемого периода владения акциями 220
Определение области временны́х значений для ожидаемого периода владения акциями 223
Предпосылка № 2а: ожидаемый дивидендный доход (D%) (Expected Dividend Vield) 224
Определение ожидаемых дивидендных доходов 225
Корректировки, учитывающие налоговые характеристики предприятия 226
Предпосылка № 2б: ожидаемый темп роста дивидендов (G_D) 231
Предпосылка № 2в: временной распорядок выплаты дивидендов 232
Предпосылка № 3а: ожидаемый темп прироста стоимости компании (G_v) 233
Факторы, влияющие на ожидаемый темп роста стоимости 233
Расчет G_v 235
Чувствительность и G_v 237
Предпосылка № 3б: корректировки терминальной стоимости 238
Предпосылка № 4: требуемая ставка доходности для периода держания акций (R_{hp} — Required Holding Period (Rate of Return)) 238
Рыночные факты, относящиеся к премиям за длительность периода владения акциями 239
Венчурный капитал и доходность собственных капиталов частных компаний 246
Оценка требуемой доходности за период владения акциями 247
Общая схема оценки требуемой доходности на период владения акциями 250
Методика расчета требуемой доходности в расчете на период владения акциями 252
Обзор предпосылок QMDM 256

ГЛАВА 9. Применение QMDM 259

Введение 259
Развернутый пример: QMDM в действии 259
Особые предпосылки модели QMDM для данного примера 261
Результаты применения QMDM 264
Решение выбирается внутри диапазона 266
Примеры применения QMDM — краткое описание 269
Пример № 1. Семейное ограниченное и свободное от долгов партнерство, владеющее землей 270
Пример № 2. Семейное ограниченное и свободное от долгов (нелевериджированное) партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью, с высоким уровнем распределения прибылей 271
Пример № 3. Левериджированное семейное ограниченное партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью 273
Пример № 4. Быстрорастущая С-корпорация, не выплачивающая дивидендов 274
Пример № 5. Зрелая С-корпорация с видами на продажу в скором времени 276
Обобщение приведенных примеров 278
Единые стандарты профессиональной практики оценки (USPAP) и QMDM 279

Слово научного редактора

Издание этой монографии, как мне кажется, можно рассматривать как заметное событие для российских оценщиков. Монография является одной из немногих работ, отвечающих, как считают ее авторы, не только на вопрос «как?», но и на вопрос «почему?». В ней представлены основные взаимосвязи оценочных исследований стоимости бизнеса, от согласованиого анализа которых зависит целостность выполняемых оценщиками работ.

Эта книга, посвященная раскрытию Интегрированиой теории оценки стоимости бизнеса, позволяет по-новому взглянуть на устоявшиеся схемы и процедуры в этой сфере оценочной деятельности. Нельзя сказать, что Интегрированная теория К. Мерсера вообще неизвестна российским оценщикам. Уже появилось несколько публичных выступлений относительно этой теории. Изложение этой теории, как правило, носило, однако, фрагментарный и не всегда достоверный характер. Правда, ценность этих комментариев оказывается теперь ничтожной после переводного издания работы самого автора Интегрированной теории. Публикация книги Мерсера девальвирует эти комментарии[1]. А к чему они сейчас, когда первоисточник, в котором представлена эта теория, теперь доступен каждому?

Одной из концептуальных основ этой теории является положение о четырех уровнях стоимости бизнеса. Исходный элемент четырехуровневой схемы формирования стоимости — оценка ликвидной миноритарной доли собственности публичных компаний. При этом вводятся два понятия — финансового контроля и стратегического контроля. Первому уровню контроля соответству-

[1] Примерно такая же девальвация произошла, хотя, наверное, в меньшей степени, с регулярно налаженными в свое время изданиями переводов Международных стандартов оценки. После выхода в свет в переводе на русский язык американских стандартов оценки — USPAP 2005 оценщикам стало ясно, что, наряду с принципами формирования МСО, есть и иные, существенио отличающиеся условия стандартизации оценочной деятельности. Правда, инициаторы переводных изданий МСО утверждают теперь, что именио к этим стандартам можно отнести требование Закона об оценочной деятельности об учете «международных стандартов» (даже с маленькой буквы). Что касается USPAP, то они, по их мнению, являются сугубо «национальными» стандартами, а вовсе «не интернациональными», то есть «не международными».

Но USPAP применяются не только в США, а еще в нескольких других странах, в частиости, в Канаде, Новой Зеландии, Австралии. Дело же, однако, даже не в очевидном международном признании этих стандартов. Важно, что они представляют другую, чем МСО, систему организации стандартов оценочной деятельности.

Отмечу как примечательное и отчасти смешное одно обстоятельство: утверждение об отсутствии у USPAP международной распространениости принадлежит одному из собственников «Международного центра оценки». Но вряд ли он будет свидетельствовать, что деятельность этого Центра носит «интернациональный» характер.

ет стоимость финансово контрольной доли (более 50% акций), а второму уровню — синергическая стоимость (100% акций).

Переход от ликвидной миноритарной доли к первому уровню контроля предполагает использование премии за финансовый контроль, а ко второму уровню — премии за стратегический контроль.

И та и другая премии являются не следствием прерогатив контроля самих по себе, а функцией дополнительного прироста денежного потока. Эта «дельта» CF (Cash Flow) генерируется теми изменениями в системе управления, которые связаны с финансовым и стратегическим контролем бизнеса после его приобретения.

Эксплицитное проявление премии за контроль предполагает обязательную ситуацию конкуренции между возможными покупателями бизнеса (целиком или его контрольной доли). Без такой конкуренции премии за контроль приобретают имплицитный характер и поступают приобретателям контроля над бизнесом. В случае же конкуренции среди покупателей бизнеса они (премии) находят отражение в цене сделки и поступают продавцу. Возможно также их разделение между продавцом и покупателем. Все здесь зависит от складывающейся конкуренции.

Финансовая информация о развитии публичных компаний-аналогов, а также об оцениваемых частных (непубличных) компаниях не может быть использована напрямую. Она должна быть подвергнута многоступенчатой системе корректировок:

- концептуальные корректировки (терминология Мерсера):
  - — премии за контроль;
  - — скидки за миноритарный характер доли собственности;
  - — скидки за недостаточную ликвидность;
- корректировки денежных доходов сопоставимых публичных и оцениваемых частных (непубличных) компаний:
  - — нормализационные корректировки денежных доходов (устранение неповторяющихся статей, исключение избыточных денежных компенсаций топ-менеджерам);
  - — контрольные корректировки (в соответствии с уровнями финансового и стратегического контроля);
- фундаментальные корректировки, предполагающие, прежде всего, использование модифицированной (скорректированной) модели оценки капитальных активов (ACAPM), учитывающей дополнительное влияние несистематического риска оцениваемого бизнеса.

Оценка стоимости неликвидной миноритарной доли стоимости частных (непубличных) компаний предполагает использование разработанной Мерсе-

ром Количественной модели оценки скидки за недостаточную ликвидность (QMDM). Эта модель уже опробована практикующими оценщиками.

В заключение хочу привести слова Ш. Пратта относительно первой монографии К. Мерсера (2004 г.), тоже посвященной разработанной им Интегрированной теории. Вот они: *«Эта монография Мерсера, несомненно, является самой лучшей книгой по теории оценки стоимости бизнеса. Она представляет стройное (coherent) и последовательное (cohesive) рассмотрение наиболее важных проблем этой теории...»*

В. Рутгайзер
18 февраля 2008 г.

Введение

Говоря простым языком, эта книга отвечает читателю, интересующемуся оценкой стоимости бизнеса, на вопросы «почему?». В этом ее отличие от большинства публикаций по оценке бизнеса, сосредоточенных на вопросах «как?»; она своеобразно соединяет при этом множество кажущихся не связанными между собой финансовых понятий. Эти понятия похожи на кусочки какого-то пазла (игры-головоломки). Читатель внутренне понимает, что кусочки каким-то образом связаны между собой, и хочет составить их вместе, однако пазл не складывается, потому что на коробке с пазлом нет картинки, которой можно было бы руководствоваться. Эта книга — именно такая картинка на коробке, поскольку если вы поймете все «почему?» в оценке стоимости бизнеса, то ответы на вопросы «как?» станут куда более простыми, и оценка бизнеса предстанет перед читателем в виде цельной картины.

«Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса» собирает эти разнообразные понятия в практически и теоретически содержательное целое. Читатель видит связи между, казалось бы, несвязанными финансовыми понятиями, воспринимая их как частицы завершенной и ясной картины, которая и называется оценкой стоимости бизнеса.

Что такое Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса представляет собой теоретическое обсужденне финансовых и оценочных понятий, выработанных для объяснения реального поведения участников рынка на основе финансовой теории. Мы изучаем широкий круг наблюдаемых действий участников реального рынка в отношении денежных потоков предприятий (бизнеса) и производных денежных потоков, связанных с конкретными долями собственности в этих предприятиях.

Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса решает ряд важных задач с помощью:

- представления некоторых организационных принципов, объединенных понятием «гроздья стоимости» (GRAPES) (аббревиатура, которая включает английские слова: рост, риск и вознаграждение, альтернатив-

ные инвестиции, приведенная (текущая) стоимость, ожидания и здравый смысл. — *Прим. перев.*);

- изучения взаимосвязи между моделью Гордона (модель дисконтирования дивидендов, или модель роста, или просто модель Гордона) и моделью оценки стоимости бизнеса[1] на основе дисконтированного денежного потока;
- уточнения разных уровней оценки — от стратегической оценки предприятий до оценки неликвидных миноритарных долей собственности в частных (непубличных) предприятиях;
- уточнения соответствующих премий и скидок (в частности, премий за контроль, скидок на миноритарный характер доли собственности, а также скидки на степень ликвидности акций) в контексте финансовой и оценочной теории;
- рассмотрения практики ценообразования при приобретении предприятий в рамках практической и теоретической перспективы;
- бухгалтерской отчетности обо всех денежных потоках — от уровня предприятия до уровня производных денежных потоков, относящихся к уровню отдельных акционеров.

Интегрированная теория родилась в реальном мире участников рынка. Интегрированная теория полностью изложена в главе 3 и нашла свое развитие в других главах книги. Интегрированная теория демонстрирует нормальное поведение участников рынка, покупающих и продающих предприятия и доли собственности в них как на публичных, так и на частных рынках. В контексте Интегрированной теории могут найти объяснения также многие другие, менее обычные аспекты поведения участников рынка.

Поскольку Интегрированная теория основана на представлениях реальных участников рынка, логично спросить, как она относится к понятию справедливой рыночной стоимости, поскольку это — стандарт, используемый большинством оценщиков. Гипотетические участники мира справедливых рыночных стоимостей устанавливают цены, учитывая реальные данные о совершаемых на рынке сделках, включая рациональные и иррациональные точки отсчета. Но определения справедливой рыночной стоимости корректируют поведение гипотетических участников рынка (относительно тех, кто живет в реальном мире) в нескольких важных направлениях: они элиминируют некоторые элементы принуждения, которые можно обнаружить в реальном мире, элиминируют асимметричность информации, которая может возникать при заключении сделок между участниками реального рынка, и выравнивают финансовые возможности гипотетических покупателей и продавцов.

Кроме того, одним из наиболее важных аспектов Интегрированной теории является соотношение между понятиями оценки предприятия как целого и оценки долей собственности отдельных акционеров. Оценка предприятия базиру-

[1] В дальнейшем при переводе словосочетания «оценка стоимости бизнеса», «оценка стоимости предприятия» не всегда употребляются единственно по причине громоздкости данной словесной конструкции. Но все же следует иметь в виду, что эта оценка подразумевает оценку стоимости (бизнеса, предприятия, долей собственности) (*Прим. научн. ред.*).

ется на ожидании будущих денежных потоков, порождаемых бизнесом. Стоимость долей собственности отдельных акционеров, особенно миноритарных, основывается на той части денежных потоков предприятия, которая может быть отнесена на соответствующую долю собственности.

Иными словами, оценка миноритарных интересов на предприятиях — это производный процесс. Он начинается с оценки предприятия в целом, затем следует (прогнозируется) производный денежный поток к миноритарным долям собственности в расчете на ожидаемый срок владения акциями, и, наконец, этот производный поток дисконтируется, приводится к настоящему времени по подходящей ставке дисконтирования, применительно к риску доли собственности (в сравнении с риском самого предприятия).

Интегрированная теория дает ответы

В начале каждой главы дается перечень вопросов, которые обсуждаются в профессиональном сообществе оценщиков. Мы структурировали главы таким образом, чтобы читатель мог получить ответ на каждый из них. При этом просим учитывать, что вполне может случиться и так, что некоторые вопросы, правда, в несколько иных ракурсах, будут повторяться в разных главах. Ответы на такие вопросы поможет получить Интегрированная теория, так как она предоставляет рамки, внутри которых мы можем обращаться к темам, которые кажутся не связанными между собой.

Для кого предназначена эта книга?

Книга рассчитана на широкий круг профессионалов в таких областях, как бизнес, финансы, оценка бизнеса, а также на юристов и бухгалтеров.

Профессионалы в области финансов, а также в области слияний и поглощений (M&A)

Книга «Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса» написана так, чтобы быть полезной специалистам в области финансов, а также в области слияний и поглощений во многих отношениях. Мы особо обращаем на них внимание во Введении, потому что в большинстве книг по вопросам оценки стоимости бизнеса не принимается во внимание концептуальная и практическая потребность в понимании оценки.

Глава 1, посвященная дисконтированным денежным потокам (DCF), послужит на пользу тем, кто применяет метод DCF в свой работе. Обсуждение взаимосвязи между моделью Гордона и методом DCF откроет важные перспективы перед финансистами.

Эта книга окажет существенную помощь в важных вопросах, с которыми сталкиваются все, кто занят в области корпоративных финансов, включая сотрудников финансовых отделов корпораций, финансовых директоров, юрис-

консультов, бухгалтеров и членов советов директоров, когда дело идет о приобретении компаний, инвестиционных проектах, образовании совместных предприятий.

Анализ различий между долгосрочными темпами роста, используемыми в моделях DCF для оценки терминальных стоимостей, и темпами роста доходов, которыми интересуются аналитики по ценным бумагам, поможет избежать завышенных оценок при приобретении компаний. Обсуждение того, как влияет ожидаемый рост на оценку, может дать хорошие ориентиры занятым в этой области.

Общее представление об Интегрированной теории и ее глубинных аспектах, касающихся обоснования приемлемых норм дисконтирования для оценки приобретаемых объектов, может также помочь в анализе приобретений (поглощения) предприятий.

Обсуждение «гроздей стоимости», или организационных принципов оценки бизнеса, представлено в главе 2.

Многие совместные предприятия, партнерства, филиалы крупных корпораций заключают контракты покупки-продажи, или иные соглашения о продаже и обратной покупке, или перекрестные соглашения о покупках, где главный механизм оценки — справедливая рыночная стоимость. Понимание смысла справедливой рыночной стоимости чрезвычайно важно для всех существующих и будущих партнерств и совместных предприятий[2].

Важно также, что книга дает средства для ясного формулирования оценочных понятий как для внутреннего пользования, так и для переговоров с другими сторонами.

Оценщики бизнеса

Интегрированная теория соединяет в единую систему кажущиеся разрозненными, но на самом деле взаимосвязанные финансовые понятия, используемые оценщиками бизнеса. Эти многочисленные понятия требуют более глубокого понимания их взаимных связей. Вот несколько примеров оценочных понятий, которые должны быть интегрированы:

- модель дисконтированного денежного потока;
- модель Гордона;
- понятия уровней стоимости:
  - — уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности;
  - — скидки на степень ликвидности;
  - — уровень стоимости неликвидной миноритарной доли собственности;

[2] Дальнейшее рассмотрение соглашений о купле-продаже с точки зрения бизнеса и его оценки, а также отношение Интегрированной теории к ценообразованию при купле-продаже см.: *Mercer Z.C.* Buy-Sell Agreements: Ticking Time Bomb or Reasonable Resolutions? — Memphis: Peabody Publishing, L.P., 2007. См. особенно главу 17 «Определяя элемент № 2: уровни стоимости» и приложение к главе 17 «Уровни стоимости и Интегрированная теория оценки бизнеса». Доступно на сайте: *www.mercercapital.com* или по тел. 1-800-769-0967.

— уровень стоимости контрольной доли собственности (или уровень стоимости доли собственности, обладающей финансовым контролем);
— надбавки за контроль;
— скидки на миноритарность;
— уровень стратегического управления;
— надбавки за стратегическое управление;

- нормализирующие корректировки финансовой отчетности;
- корректировки контрольной доли для включения в финансовую отчетность, доступные финансовым покупателям или стратегическим покупателям конкретных долей собственности;
- ставки дисконтирования — требуемые уровни доходности:

  — применимы ли они на уровне предприятия к чистому доходу или к чистому денежному потоку;
  — их различия на уровне предприятия и отдельного акционера;
  — модели и ключевые предпосылки к их расчету;

- нормы капитализации и прогнозируемый рост;
- изучение премий за контроль;
- так называемые прерогативы контроля;
- ограниченный собственный капитал и исследования перед первичным размещением акций;
- справедливая рыночная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- базы данных о сделках купли-продажи;
- информация о ведущих публичных компаниях и основные корректировки;
- S-корпорации в сопоставлении с С-корпорациями;
- и так далее...

Интегрированная теория дает основу для лучшего осмысления основных понятий оценки бизнеса. Это проникновение в сущность полезно как для начинающих, так и для опытных оценщиков. Кроме того, Интегрированная теория поднимает (и отвечает на них) многочисленные вопросы относительно стандартных приемов оценки, используемых многими оценщиками, например о применении премий за контроль, скидок на миноритарный характер доли собственности и скидок на недостаточную ликвидность.

Аудиторы и пользователи финансовой отчетности, учитывающие измерения справедливой стоимости

В связи с появлением многочисленных рекомендаций, обязывающих измерять все большее число активов и обязательств по их справедливой рыночной стоимости, у профессиональных бухгалтеров, занимающихся аудитом финансо-

вой отчетности, в возрастающей степени возникает необходимость освоения оценочных понятий.

Хотя Интегрированная теория не пытается определить справедливую стоимость в контексте современных финансовых отчетов или инструкций, она все же помогает профессиональным бухгалтерам и оценщикам, когда и те и другие пытаются провести интерпретацию этого понятия Советом по стандартам финансового учета (FASB) и Комиссией по ценным бумагам (SEC) или еще кем-то на язык оценочной практики. Иными словами, Интегрированная теория позволяет ввести любую дискуссию о денежных потоках предприятия в разумное и содержательное русло.

Пользователи отчетов об оценке стоимости бизнеса

Интегрированная теория будет также полезна пользователям отчетов об оценке, включая бухгалтеров, специалистов по финансовому планированию и юристов, в том числе и адвокатов. Основные концепции Интегрированной теории не так уж сложны, а ограниченное использование математической символики, как мы надеемся, позволит читателю легко следовать за нашими рассуждениями. Читая отчеты об оценке, информированные получатели оценок бизнеса (и сопутствующих продуктов и услуг) получат наибольшую пользу (разумеется, не бесплатно). Многие годы мы советуем клиентам: если вы чего-то не понимаете, не настаивайте на этом. Чтение книги «Интегрированная теория», причем по отдельным темам, когда возникают проблемы, способно помочь читателям выработать лучшее пониманне отчетов об оценке бизнеса.

Интегрированная теория оценки бизнеса берет кажущиеся несвязанными кусочки пазла «Оценка бизнеса» и впервые собирает их в цельную картину.

Количественная модель оценки скидки за недостаточную ликвидность акций (QMDM)

О количественной модели оценки скидки за недостаточную ликвидность акций, то есть модели дисконтированного денежного потока на уровне отдельного акционера, подробно говорится в главе 7 («Введение в QMDM»), в главе 8 («Предпосылки QMDM в деталях») и в главе 9 («Применение QMDM»). QMDM-Companion, как, собственно, называется эта модель, показана в главе 8. Чтобы получить копию модели QMDM-Companion, посетите сайт фирмы Mercer Capital (*www.mercercapital.com*) или же сайт фирмы ValuSource (*www.valusourcesoftvare.com/qmdm*).

Глава 1

Дисконтированный денежный поток и модель Гордона: основные базисные условия оценки стоимости бизнеса

Введение

Прежде всего мы сосредоточим внимание на основных базисных условиях оценки стоимости бизнеса. Мы намеренно вынесли это в заголовок, поскольку наша цель состоит в том, чтобы исследовать как модель дисконтированного денежного потока, так и модель Гордона, чтобы лучше понимать эти основные инструменты оценочной деятельности и финансовых расчетов. Как будет показано, модель дисконтированного денежного потока и модель Гордона могут быть использованы для разработки Интегрированной теории оценки бизнеса.

Часто задаваемые вопросы

Чтобы перейти вместе с читателем от теории к практике, мы начинаем каждую главу с перечня наиболее часто задаваемых вопросов в той или иной конкретной области. Мы структурировали главы таким образом, чтобы читатель мог получить ответ на каждый из них. При этом просим учитывать, что вполне может случиться и так, что некоторые вопросы, правда, в несколько иных ракурсах, будут повторяться в разных главах.

- Каковы необходимые условия для применения модели Гордона?
- Откуда возникает обобщенная модель оценки: Стоимость = Доходы, умноженные на некий коэффициент?
- Какими условиями определяется g, долговременный темп прироста основных доходов, генерируемых бизнесом, используемый в модели Гордона?
- Каково отношение между чистой прибылью и чистым денежным потоком предприятия?
- Какие измерения выгод лучше всего подходят для дисконтирования чистой прибыли или чистого денежного потока при использовании метода DCF (дисконтированного денежного потока)?

- Каково различие между ожидаемым темпом роста основных доходов от бизнеса и ожидаемыми темпами роста его стоимости?
- Различны ли по своему внутреннему существу метод DCF и метод однопериодной капитализации дохода?
- Какие темпы роста доходов предприятия могут прогнозироваться с достаточным основанием?
- Надо ли применять корректирующие множители к ставке дисконтирования r, когда капитализируется чистая прибыль, а не чистый денежный поток?

Запомните эти вопросы, мы приступаем к рассмотрению модели дисконтированного денежного потока.

Основные инструменты оценки

Модель дисконтированного денежного потока

Стоимость бизнеса (предприятия) может быть описана так:

- стоимость сегодня (в денежном эквиваленте);
- стоимость всех прогнозируемых (ожидаемых) будущих денежных потоков (или доходов) бизнеса;
- прогнозируемая или оцененная стоимость на неопределенный период времени (то есть в расчете на бесконечность);
- приведенная к настоящему моменту времени путем дисконтирования (то есть выраженная в текущих долларах) по соответствующей норме дисконтирования, которая учитывает соображения о степени рисков прогнозируемых денежных потоков бизнеса относительно альтернативных инвестиций.

В литературе по оцениванию и финансам, по существу, признается представленное концептуальное определение стоимости бизнеса. Это признание означает, что для оценивания бизнеса мы должны иметь:

- прогноз всех ожидаемых в будущем денежных потоков или выгод от владения данным бизнесом;
- подходящую ставку дисконтирования, с помощью которой можно провести реверсию, то есть привести будущие денежные потоки к настоящему времени.

Это концептуальное определение оценки бизнеса может быть выражено формулой:

$$V_0 = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \frac{CF_4}{(1+r)^4} + \ldots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}, \qquad (1.1)$$

где V_0 — сегодняшняя стоимость собственного капитала (акционерного капитала) бизнеса;

$CF_1 \ldots CF_n$ — ожидаемые денежные потоки (или доходы), которые должны быть рассчитаны для периодов от 1 до n[1];

r — ставка дисконтирования, которая преобразует будущие суммы денежного потока в современные их характеристики, отражающие стоимость бизнеса.

Формула 1.1 есть основная модель дисконтированного денежного потока. Однако, прежде чем ее использовать в указанной форме, аналитик должен обосновать прогнозы соответствующих денежных потоков вплоть до бесконечности. Для ясности укажем, что денежные потоки и прибыли, рассматриваемые в этой главе, — это чистые прибыли и чистые денежные потоки бизнеса (предприятия) в целом. V_0 — это стоимость собственного капитала предприятия, или текущая (приведенная) стоимость ожидаемых денежных потоков, получаемых собственниками капитала предприятия[2]. Распространение анализа на совокупный капитал предприятий (собственный капитал плюс заемный или привлеченный капитал) выходит за пределы этой главы.

Модель Гордона

В своей книге по вопросам финансов 1962 года Майрон Дж. Гордон (Myron J. Gordon) показал, что при определенных условиях уравнение 1.1 эквивалентно упрощенному уравнению, представленному формулой 1.2[3]:

$$V_0 = \frac{CF_1}{r-g} \qquad (1.2)$$

Модель Гордона первоначально была ориентирована на учет дивидендов, поэтому ее называли моделью дивидендов Гордона или моделью роста Гордона[4].

Для обеспечения эквивалентности уравнений 1.1 и 1.2 нужно соблюдение следующих условий:

---

[1] Модель дисконтированного денежного потока опирается на временны е промежутки равной продолжительности. Поскольку на практике прогнозы формируются на основе годовой периодичности, мы в этой теоретической дискуссии используем термины «период» и «год» как практически взаимозаменяемые.

[2] В нашей книге, учитывая ее цели, мы касаемся предприятий, которым не угрожают риски неминуемого банкротства.

[3] *Gordon M.J.* The Investment, Financing, and Valuation of the Corporation. — Homewood, IL: Richard D. Irwin, 1962.

[4] Уравнение 1.2 получилось настолько общим, что оно отражает то, что можно бы назвать обобщенной моделью оценки. На практике CF_1 часто представляет оценку доходов следующего периода, и таким образом мы можем обобщить измерения и говорить о денежном потоке как о доходе. Выражение (r – g) известно как норма капитализации (см. Глоссарий стандартов оценки бизнеса ASA, Вашингтон, Американское общество оценщиков, 2005, с. 21) и выражение 1 / (r – g) — это множитель (коэффициент) к доходу. Таким образом, модель Гордона совместима с общей моделью оценки: Стоимость = Доходы, умноженные на некий множитель (мультипликатор). Эти множители настолько привычны, что оценщики зачастую забывают об их происхождении. В обобщенной модели доходы должны быть четко определены, и некий множитель должен подходить к вполне определенному измерению доходов. Эти комментарии могут исходить просто из здравого смысла; так оно и есть. Однако, как будет показано ниже, они обосновываются и теоретически.

- CF_1 есть мера ожидаемого денежного потока для следующего периода (иногда рассчитываемая как $[CF_0 \times (1 + g)]$ или каким-то иным способом расчета);
- денежные потоки должны увеличиваться постоянным темпом g до бесконечности;
- все денежные потоки должны быть распределены между собственниками или реинвестированы в предприятие со ставкой доходности r (ставка дисконтирования);
- ставкой дисконтирования r должна быть ставка, соответствующая избранному способу измерения денежного потока CF[5].

При сравнении уравнений 1.1 и 1.2 мы видим два способа оценки стоимости предприятия. Уравнение 1.3 преобразует уравнение 1.1 так, чтобы оно отражало постоянный темп прироста, и соотносит его с уравнением 1.2:

- левая сторона уравнения 1.3 показывает прогноз денежного потока, растущего постоянным темпом до бесконечности и дисконтированного (приведенного) к настоящему времени;
- соответствующими алгебраическими операциями левая сторона уравнения 1.3 приводится к уравнению Гордона.

$$V_0 = \frac{CF_0(1+g)^1}{(1+r)^1} + \frac{CF_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \ldots + \frac{CF_0(1+g)^n}{(1+r)^n} = \frac{CF_1}{r-g} \qquad (1.3)$$

Двухстадийная модель DCF

Вспомните условия эквивалентности уравнений 1.1 и 1.2. На практике эти условия способны ограничить возможности строгого применения как одного, так и другого уравнения:

- применение уравнения 1.1 требует дискретного прогноза на временной период n, а на самом деле — до бесконечности. В действительности лишь немногие прогнозы охватывают более пяти или десяти лет;
- применение уравнения 1.2 требует, чтобы показатель денежного потока рос до бесконечности постоянным темпом g. Это условие может не совпадать с ожиданиями аналитика относительно роста денежного потока в ближайшие годы, темпы которого могут существенно отличаться от долгосрочных прогнозов этого роста.

На практике оба эти ограничения преодолеваются использованием двухстадийной модели DCF, в которой комбинируются элементы уравнений 1.1 и 1.2.

[5] В реальном мире в рамках бизнеса происходит реинвестирование, и при этом ориентируются на уровень доходности инвестиций, который бывает порой выше, а порой и ниже, чем r. Эта модель предполагает, что при реинвестировании исходят из уровня доходности, равного r.

Двухстадийная модель представлена уравнением 1.4 и содержит следующие два разряда прогнозных денежных потоков:

- **промежуточные денежные потоки** (для конечного периода, завершаемого в году f). Хотя точное прогнозирование будущего всегда оказывается невозможным, все же умелые аналитики способны порой готовить для многих компаний вполне разумные прогнозы краткосрочных финансовых результатов. Первый член уравнения 1.4 отражает приведенную стоимость промежуточных денежных потоков (PVICF — Present Value of Interim Cash Flows);
- **терминальная стоимость** (это все остающиеся денежные потоки после года f). После дискретного прогнозного периода двухстадийная модель DCF вновь преобразуется в модель Гордона, поскольку точность дискретного финансового прогноза аналитика уменьшается, причем нарушение условия о постоянном темпе роста становится менее существенным. После дисконтирования с конца года f по настоящее время возникает текущая оценка терминальной стоимости — приведенная терминальная стоимость (PVTV — Present Value of the Terminal Value).

$$V_0 = \left(\frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \frac{CF_3}{(1+r)^3} + \ldots + \frac{CF_f}{(1+r)^f}\right) + \left(\frac{CF_{f+1} / (r-g)}{(1+r)^f}\right), \qquad (1.4)$$

Приведенная стоимость (PV) промежуточных денежных потоков (PVICF). Используя основной компонент модели DCF, аналитик не связан требованием постоянных темпов роста денежных потоков промежуточных денежных потоков за период после окончания прогнозного периода, завершающегося годом f. Эта часть уравнения представляет собой приведенную стоимость (PV) промежуточных денежных потоков до окончания прогнозного периода, завершающегося в год f, или PVICF

Приведенная стоимость (PV) терминальной стоимости (PVTV). С использованием модели Гордона капитализируются все денежные потоки после года f. Принимается, что денежные потоки растут с этого момента постоянным темпом g. Таким образом, этот второй компонент уравнения представляет текущую стоимость:
$CF_{f+1} = CF_f \times (1 + g)$

Оценщики, используя двухстадийную модель DCF, обычно применяют от трех до десяти дискретных прогнозных периодов или около того, после которых следует приложение модели Гордона, как показано в уравнении 1.4[6].

Мы можем использовать двухстадийную модель DCF, чтобы проиллюстрировать эквивалентность этого метода и модели Гордона при условиях, описанных выше. В данном случае доказательство эквивалентности будет скорее практическим, нежели алгебраическим.

[6] Кроме того, на практике многие оценщики и непосредственные участники рынка используют рыночный метод, в рамках которого применяют текущие рыночные множители (мультипликаторы) к прогнозным денежным потокам, начинающимся с года f или f + 1. Этот альтернативный способ, если применяются разумные коэффициенты, сложившиеся на открытом рынке, не следует рассматривать как нестандартные или некорректные. Дальнейшее изложение этого вопроса представлено в «Практических наблюдениях» в конце данной главы.

Практическое доказательство: модель DCF = модель Гордона

Рассмотрим предприятие, которое, как ожидается, будет давать 1 млн долларов дохода в будущем году, а затем доходы будут прирастать на 10% ежегодно, неопределенное число лет[7]. Далее предположим, что подходящая ставка дисконтирования составляет 20%. При данных условиях мы можем оценить предприятие с помощью модели Гордона (формула 1.2). Мы можем также оценить предприятие с использованием метода DCF из уравнения 1.4.

Таблица 1.1 демонстрирует процесс оценки по модели Гордона. Оценка предприятия, полученная с использованием модели Гордона, составила 10 млн долларов. Ставка капитализации (r – g) равна 10% в год (20% – 10%) в расчете на неопределенное будущее и множитель (мультипликатор) к денежному потоку — 10 раз (1 / 10%). Вспомните исходные условия использования модели Гордона: денежные потоки растут постоянным темпом g, и все денежные потоки либо распределяются, либо реинвестируются в предприятие по ставке дисконтирования, равной r. Дополнительное условие состоит в том, что денежные потоки распределяются (и реинвестируются) в конце каждого прогнозного года. Это станет понятным, когда мы обратимся к методу DCF, показанному ниже.

Таблица 1.1. Применение модели Гордона (определение стоимости предприятия)

Показатели	Данные
Ожидаемый денежный поток следующего года (CF_1) (тыс. долл.)	$1000
Постоянный темп прироста денежного потока (g)	10,0%
Ставка дисконтирования (r)	20,0%
Норма капитализации (r – g)	10,0%
Множитель CF [1 / (r – g)]	10,0x
Оценка стоимости предприятия (тыс. долл.)	**$10 000**

Упрощенная модель оценки по методу DCF (двухстадийная модель) представлена в *таблице 1.2*.

Теперь мы можем выработать параллельный способ оценки с использованием метода DCF. Для этого мы применим уравнение 1.4 к таблице 1.2. Во-первых, мы рассчитаем современную стоимость денежных потоков для конечного периода (PVICF). В конце прогнозного периода мы используем модель Гордона для расчета стоимости всех остальных денежных потоков (начиная с года 6 до бесконечности). Мы дисконтируем эту терминальную стоимость в настоящее время по ставке дисконтирования r, чтобы получить текущую стоимость (PV) терминальной стоимости (PVTV). Вспомните, что, как было принято в данном примере, денежные потоки растут с постоянным темпом g, или 10%, как на протяжении ограниченного прогнозного периода, так и в расчете на постпрогнозный период до бесконечности.

[7] В разделе «Практические наблюдения» в конце этой главы мы покажем, что долговременный рост в 10% в год соответствует наиболее высоким результатам формирования значительного числа дисконтированных денежных потоков. Тем не менее 10-процентный рост считается удобным для расчетов и потому упрощает их обсуждение.

Таблица 1.2. Применение двухстадийной модели DCF

	Промежуточные денежные потоки (по годам)					
	1	2	3	4	5	6
Прогнозируемые денежные потоки (тыс. долл.) g = 10%	**$1000**	$1100	$1210	$1331	$1464	**$1611**
Коэффициенты приведения к текущей стоимости (PV) r = 20%	0.8333	0.6944	0.5787	0.4823	0.4019	
Приведенные (текущие — PV) стоимости промежуточных денежных потоков (тыс. долл.)	$833	$764	$700	$642	$588	
Будущая терминальная стоимость (FV) (тыс. долл.)					$16 105	
Приведенная (текущая — PV) стоимость терминальной стоимости, исходя из ставки дисконтирования 20%					**$6472**	

Приведенная (текущая — PV) стоимость промежуточных денежных потоков (PVICF) (тыс. долл.)	$3528	35%
Приведенная (текущая — PV) стоимость терминальной стоимости (PVTV) (тыс. долл.)	$6472	65%
Оценка стоимости предприятия (тыс. долл.)	**$10 000**	**100%**

Чтобы оценить терминальную стоимость (приведенную (текущую) стоимость на конец 5-го года всех денежных потоков за пределами 5-го года), мы применили модель Гордона к оценке денежного потока следующего года, а именно 6-го года: $CF_6 / (r - g)$

Результат расчета стоимости по методу DCF — 10 млн долларов — точно такой же, как результат применения модели Гордона в таблице 1.1. В этом примере условия использования модели Гордона совместимы с явно выраженными предпосылками модели DCF. Стоимость — это сумма приведенных (текущих — PV) стоимостей пяти промежуточных денежных потоков (3,5 млн долларов) и терминальной стоимости (6,5 млн долларов). Заметьте, в связи с этим примером, следующее:

- мы предполагаем получение каждого из промежуточных денежных потоков собственниками предприятия;
- современная стоимость промежуточных денежных потоков (PVICF) представляет 3,5 млн долларов, или 35% совокупной стоимости предприятия в 10 млн долларов;
- текущая стоимость терминальной стоимости (PVTV) составляет 6,5 млн долларов, или 65% от общей стоимости. Этот анализ должен привлечь внимание читателей к важности оценки терминальной стоимости при применении метода DCF. Например, при 10-процентном приросте денежных потоков за пять лет терминальная стоимость составляет почти две трети от общей стоимости. Если бы темп прироста был выше или если были бы пробелы в прогнозных оценках на ограниченный период времени, то влияние терминальной стоимости на конечный результат совокупной оценки стоимости предприятия было бы еще более значительным;
- начальной точкой отсчета для модели является дата оценки (обозначенная как год 0 или день, предшествующий началу года 1). Денежные потоки поступают на предприятие в конце каждого года прогнозного периода, и таким образом коэффициенты приведения к современной стоимости рассчитываются следующим образом:

— год 1: $(1 / (1 + 20\%)^1 = 0{,}8333)$;
— год 2: $(1 / (1 + 20\%)^2 = 0{,}6944)$.

Эти расчеты иллюстрируют условия дисконтирования в таблице 1.2 для завершенных периодов, то есть один полный год, два полных года и т.д. Рассмотрение преимуществ этой предпосылки выходит за пределы «элементарных сведений об оценке»[8]. Задача этого раздела состоит просто в привлечении внимания к предпосылкам использования предоставленной модели.

Дивиденды, реинвестирование и рост

Собственники предприятия из нашего примера рассчитывают на совокупную доходность, равную ставке дисконтирования 20%. Как это получается? Есть два компонента прогнозируемой доходности: текущие доходы от ожидаемого распределения средств и ожидаемый рост стоимости предприятия. Первый компонент — это прогнозируемая доходность промежуточных денежных потоков, которая может быть описана как доход от текущей стоимости. В таблице 1.2 денежный поток первого периода составляет 1 млн долларов, что означает 10-процентный доход на текущую стоимость в 1 млн долларов. Мы можем также рассчитать прогнозируемую стоимость на дату окончания каждого периода и убедиться в том, что доход на текущую стоимость каждого последующего года также составит 10%[9].

Ожидаемый темп прироста стоимости тоже составит 10%, что может быть подтверждено ростом стоимости от 10 млн долларов сегодня до 16,1 млн долларов к концу года 5 ($10,0 (1 + 10\%)^5 = \$16{,}1$). Таким образом, общая сумма ожидаемых доходов предприятия из таблицы 1.2 составляет 20%, и это равно ставке дисконтирования. Такой результат получен сложением дохода в расчете на текущую стоимость 10% и ожидаемого роста стоимости в 10%. Совокупный доход 20% получен при полном распределении промежуточных денежных потоков.

Интуитивное представление о влиянии реинвестирования денежных потоков

Каждый год владельцы бизнеса принимают одно из трех решений:

- распределить (путем выплаты дивидендов или обратного выкупа акций) все денежные потоки;

[8] Чувствительность к изменениям предпосылок — реальный факт оценочной деятельности. Например, пересмотр предпосылки о сроке выплаты денежных потоков, его перенос на середину года может повысить стоимость в нашем примере с 10 млн долларов до 10,95 млн долларов, то есть повышение составит 9,5%. Рассмотрение чувствительности модели Гордона и модели DCF к устанавливаемым предпосылкам выходит за пределы данной главы.

[9] Например, прогнозная стоимость на конец года 2 равна 12,1 млн долларов (денежный поток года 3 в 1210 долларов, капитализированный по норме r – g, составляющей 10%). Прогнозный поток года 3, разделенный на стоимость предприятия на конец года 2, составит 10% ($1,210 млн / $12,1 млн). С учетом предпосылок *таблицы 1.2* ожидаемая текущая доходность, или текущий доход, будет 10% для каждого года.

- отложить все денежные потоки бизнеса для дальнейшего реинвестирования;
- распределить часть денежных потоков и отложить остальное для реинвестирования.

Интуиция подсказывает, что бизнес, ведущий реинвестирование, будет расти быстрее, чем точно такой же, но распределяющий на дивиденды все свои доходы. Дело в том, что отложенные денежные потоки увеличивают объем активов, из которых компания извлекает доход. Иначе говоря, чем большую часть своих доходов бизнес откладывает, тем быстрее будут расти его доходы в прогнозируемом будущем (на которых базируется будущая оценка бизнеса)[10].

Реинвестирование и модель Гордона

Как показано в таблице 1.2, модель Гордона устанавливает приведенную (текущую — PV) стоимость денежных потоков, растущих постоянным темпом вплоть до бесконечности. Показатель g в уравнении 1.2 отражает ожидаемый темп роста денежных потоков (или прибылей) предприятия. Если принять равенство денежного потока и прибыли, то можно переписать уравнение 1.2 в обобщенной форме как уравнение 1.5, конкретно демонстрирующее это отношение:

$$V_0 = \frac{\text{Прибыль}}{(r - g_e)} \qquad (1.5)$$

В этом случае g_e — это прогнозируемый постоянный темп прироста прибыли (при полном распределении прибылей между акционерами).

Ранее мы установили, что модель Гордона выражает сегодняшнюю (текущую — PV) стоимость акции как приведенную стоимость ожидаемых дивидендов по ней, беспредельно растущих с постоянным темпом (g_d):

$$P_0 = \frac{D_1}{(r - g_d)}, \qquad (1.6)$$

где P_0 — ожидаемая цена акции;
D_1 — ожидаемый дивиденд на акцию на конец периода 1;
g_d — ожидаемый темп увеличения дивиденда D_1.

Соответственно уравнениям 1.5 и 1.6 мы можем выразить D_1 следующим образом:

$$D_1 = \text{Прибыль} \times \text{DPO},$$

где DPO — Dividend Payout Ratio (норма выплаты дивидендов).

[10] Однако откладывание доходов необязательно обеспечивает оптимальные размеры прибыли для акционеров. Это станет ясным, когда мы будем говорить о важности ожидаемой нормы реинвестирования для предприятий, которые или вообще не распределяют, или распределяют частично свои доходы.

Уравнение 1.6 может быть преобразовано в уравнение 1.7:

$$P_0 = \frac{\text{Прибыль} \times \text{DPO}}{r - g_d}, \qquad (1.7)$$

Если вся прибыль распределена (DPO = 100%), то уравнение 1.7 идентично уравнению 1.6 и ожидаемый темп увеличения дивидендов (g_d) равен ожидаемому темпу прироста прибыли (g_e). Далее, если мы поддерживаем постоянными ставку дисконтирования (r), цену акции (P_0) и ожидаемые прибыли, то ожидаемый темп прироста дивидендов (g_d) должен изменяться противоположно изменению коэффициента выплаты дивидендов[11].

Ниже показано, что ожидаемый рост дивидендов (g_d) приравнивается к ожидаемому росту стоимости предприятия, который здесь обозначается g_v.

Соотношение роста стоимости (предприятия) и объема дивидендов следующее:

$$\frac{D_1}{r - g_d} \times (1 + g_v) = \frac{D_2}{r - g_d}$$

$$1 + g_v = \frac{D_2}{r - g_d} \times \frac{r - g_d}{D_1}$$

$$1 + g_v = \frac{D_2}{D_1} = 1 + g_d$$

$$g_v = g_d$$

Если мы подставим в уравнении 1.6 g_v вместо g, то получим:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g_v} \qquad (1.8)$$

$$g_v = r - \frac{D_1}{P_0}$$

Другими словами, ожидаемый рост стоимости равен ставке дисконтирования за минусом ожидаемой доходности акций (уравнение 1.8). Если процент (норма) выплаты дивидендов равен 100%, ожидаемый рост стоимости равен ставке дисконтирования за минусом нормы прибыльности предприятия. Если процент выплаты дивидендов равен нулю (все прибыли остаются нераспределенными), то ожидаемый рост стоимости равен ставке дисконтирования. Этот анализ подтверждает интуитивное представление о том, что реинвестирование ускоряет ожидаемый рост стоимости в сравнении с базовым ростом объемов прибылей без учета условий реинвестирования. При реинвестировании на уровне r ожидаемый темп роста стоимости предприятия g_v увеличивается таким образом, что он перекрывает уменьшение доходности дивидендов. Ожидаемое реинвестирование на уровне r порождают соответствующую r отдачу для предприятия.

[11] Этот вывод не так уж нов, однако его последствия для оценки стоимости бизнеса до сих пор не все понимают. Мы будем исследовать эти последствия в остальной части данной главы.

Основной бизнес в сопоставлении с решениями по реинвестированию

Мы показали, что в условиях модели Гордона стоимость предприятия не зависит от уровня реинвестирования, хотя уровень реинвестирования влияет на два компонента совокупного дохода — на дивидендные доходы и на повышение стоимости (appreciation) капитала.

Чтобы понимать последствия реинвестиционных решений, полезно рассматривать концептуально (и в определенной степени искусственно с точки зрения нашего подхода к оценке стоимости бизнеса) любое предприятие, состоящее как бы из двух компонентов — основного бизнеса (a core business) и серий дополнительных инвестиций (a series of incremental investments).

Основной бизнес (the core business). Основной бизнес — это действующее предприятие. Ожидается, что основной уровень прибылей будет расти темпами, соответствующими рыночному положению компании и возможностям менеджмента (в рамках существующей экономики). Когда оценщики стоимости бизнеса обсуждают ожидаемый долговременный темп прироста прибылей, то они имеют в виду именно основной уровень этих прибылей, то есть g_e.

Что такое ожидаемый прирост основных прибылей? Это важное понятие требует объяснения. Мы определяем g_e как уровень (постоянного) долговременного прироста, доступного данному бизнесу, в предположении, что все чистые прибыли бизнеса распределяются между акционерами (то есть DPO = 100%). Это предположение имеет ряд важных последствий, включая:

- учитывается инфляционный рост цен (в разумных пределах, возможных в течение рассматриваемого периода времени);
- принимается также во внимание возможное повышение эффективности производства (также в разумных пределах);
- возможны инвестиции с положительной NPV (чистой приведенной стоимостью)[12].

Иными словами, основной бизнес действует при условии нераспределения целиком прибылей[13]. При этом ограничении, с использованием уравнения 1.7, стоимость может быть оценена следующим образом:

$$V_0 = \frac{E_1 \times DPO}{r - g_d} = \frac{E_1 \times 100\%}{r - g_d} = \frac{\text{Прибыль}}{r - g_d} \qquad (1.9)$$

[12] Прогнозирование инвестиций с положительной NPV (то есть таких инвестиций, доходность которых превышает r) освобождает компании от пут, навязываемых им некоторыми аналитиками, утверждающими, что g_e никогда не превышает уровень инфляции. Такое искусственное ограничение игнорирует возможность создания новой стоимости в будущем и не подтверждается наблюдаемыми уровнями капитализации компаний на открытых рынках.

[13] Заметьте, что в краткосрочной перспективе условие полного распределения прибылей может быть также компенсировано, если «излишние» капитальные затраты и увеличение оборотного капитала финансируются с помощью внешних заимствований. Долгосрочные последствия такого решения выходят за рамки предмета данной главы.

Долгосрочный уровень ожидаемого прироста прибылей (earnings) от основного бизнеса для частных компаний редко превышает 10%. На самом деле долгосрочный уровень прироста прибылей от основного бизнеса крупных публичных компаний не превышает 10% даже тогда, когда прибыли в ближайшие один, три, пять лет могут прогнозироваться на уровне 15, 25% или более[14].

Дополнительные инвестиции (incremental investments). Нормально работающие предприятия — это машины, производящие прибыль (денежные потоки). Они и созданы для участия в экономической деятельности и генерирования прибылей и денежных потоков. Когда прибыли бизнеса удерживаются от распределения, они должны рассматриваться как предназначенные для реинвестирования в этот же бизнес. С течением времени весь объем возрастания стоимости бизнеса постепенно оказывается результатом реинвестиционных решений, а не роста прибылей от основного бизнеса.

Хотя разделение основного бизнеса и дополнительных инвестиций, или кумулятивного влияния реинвестиционных решений, представляется несколько искусственным, оно важно для понимания процесса создания стоимости. Для изучения основного бизнеса и реинвестиций, с целью облегчить понимание этого вопроса, применима модель дисконтирования денежного потока, а не приведенных (текущих — PV) стоимостей, которые являются результатом модели DCF, как показано в таблице 1.2. Эта инверсия не вызывает каких-либо концептуальных проблем. В конце концов, не может быть приведенной (текущей — PV) стоимости, если неизвестна прогнозируемая будущая стоимость. Мы используем тот же пример оценки, что и в таблице 1.2 (*табл. 1.3*).

Таблица 1.3. Иллюстрация взаимосвязи основного бизнеса и кумулятивных реинвестиций

Ставка дисконтирования для предприятия	20%							
Ожидаемый темп прироста прибыли (G_e)	10%	Будущие денежные потоки и стоимости (Future Values)						
		Сегодня	1	2	3	4	5	6
Прогнозируемый рост стоимости предприятия G_v		$10,000	$11,000	$12,100	$13,310	$14,641	$16,105	
Проектируемые денежные потоки (прибыль от основного бизнеса (Core Earnings) G_e)		$909	$1,000	$1,100	$1,210	$1,331	$1,464	$1,611
Прибыль от реинвестированных денежных потоков @ R	20%			$200	$460	$794	$1,219	$1,756
Суммарные реинвестированные денежные потоки			$1,000	$2,300	$3,970	$6,095	$8,778	
Приведенная (текущая — PV) стоимость реинвестированных денежных потоков	35.3%	$3,528						
Приведенная оценка терминальной стоимости	64.7%	$6,472					$16,105	
Текущие стоимости (PV) бизнеса	100.0%	$10,000						

						FV	% of FV
Прогнозируемая будущая стоимость основного бизнеса (Future Value — FV)		$11,000	$12,100	$13,310	$14,641	$16,105	64.7%
Прогнозируемая будущая стоимость реинвестиций		$1,000	$2,300	$3,970	$6,095	$8,778	35.3%
		$12,000	$14,400	$17,280	$20,736	$24,883	100.0%
Ожидаемое увеличение стоимости		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Уровень доходности (Earnings Yield) по прибыли		10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
Общий ожидаемый уровень доходности по годам (Total Expected Return (by Year))		20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	

[14] Учтите, что темпы прироста прибыли в расчете на акции публичных компаний, обычно оцениваемые в 10—20%, почти всегда включают последствия существенных реинвестиций прибыли, осуществление которых предполагается в ближайшее время.

Таблица 1.3 адаптирует модель DCF из таблицы 1.2, чтобы сосредоточить внимание на будущих стоимостях (FV — Future Values), соответствующих двум представленным компонентам предприятия (основного бизнеса и кумулятивных реинвестиций). Обратите внимание на главное различие между таблицами 1.3 и 1.2. В таблице 1.2 все денежные потоки были распределены, и прибыльность инвестиций была равна ставке дисконтирования. В таблице 1.3 денежные потоки были реинвестированы в бизнес по ставке дисконтирования 20%. Будущая стоимость бизнеса определяется на конец каждого года, с учетом прогнозного денежного потока на каждый следующий год, ставки дисконтирования 20% и прогнозного темпа прироста прибыли (от основного бизнеса) g_e, равного 10%.

Нашему пониманию процесса создания стоимости помогут некоторые наблюдения относительно анализа условий формирований FV — будущих стоимостей по таблице 1.3:

- ожидаемая будущая стоимость (FV) основного бизнеса составляет 16,1 млн долларов, что идентично терминальной оценке по модели DCF в таблице 1.2. Терминальная стоимость включает 65% ожидаемой будущей стоимости на конец пятилетия;
- ожидаемая будущая стоимость (FV) кумулятивных реинвестиций денежного потока составляет 8,8 млн долларов, или 35% ожидаемой будущей стоимости (FV) на конец пятилетия. Приведенная (текущая — PV) стоимость ожидаемой будущей стоимости (FV) реинвестиций — это приведенная стоимость промежуточных денежных потоков, или 3,5 млн долларов (из таблицы 1.2);
- предполагается, что все реинвестиции обеспечивают доходность (return), равную ставке дисконтирования 20%. Если это предположение нарушается, приведенная стоимость денежных потоков, получаемых акционерами, будет отличаться от показателя стоимости бизнеса, рассчитанного с помощью модели Гордона. Например, если эта компания может увеличивать прибыль от основного бизнеса на 10% и реинвестировать все денежные потоки по чистой ставке в 5% (в виде наличности и ликвидных ценных бумаг) в первые пять лет, а не 20%, то приведенная (текущая — PV) стоимость денежного потока снизится с 10 млн долларов до 9,2 млн долларов. Этот результат остается действительным даже в том случае, если терминальная стоимость определяется исходя из допущения, что реинвестиции после терминального года обеспечивают доходность на уровне ставки дисконтирования. Мы будем исследовать влияние условий решения этой проблемы на стоимость предприятий и миноритарных долей собственности этих предприятий в следующих главах;
- ожидаемая доходность (return) от инвестирования в эту компанию составляет 20% в год на протяжении пятилетнего прогнозного периода. Ожидаемая доходность имеет два источника: ожидаемый прирост стоимости основного бизнеса (среднегодовой прирост в 10% на основе g_e) и дополнительное увеличение стоимости капитала в результате реинвестирования, эквивалентное в данном случае 10% (или r, равное 20%,

минус g (10%), то есть те же 10%). Обратите внимание: в таблице 1.3 прогнозируемые денежные потоки для года 6 составляют 1,611 млн долларов и прибыль, генерируемая реинвестированием чистых денежных потоков, равна 1,756 млн долларов.

На *рис. 1.1* мы видим возрастающее значение реинвестиций для прогноза на десятилетие с точки зрения ожидаемой будущей стоимости (FV). На рис. 1.1 продолжается использование базового примера оценивания стоимости бизнеса, но дискретный прогнозный период увеличен до десяти лет.

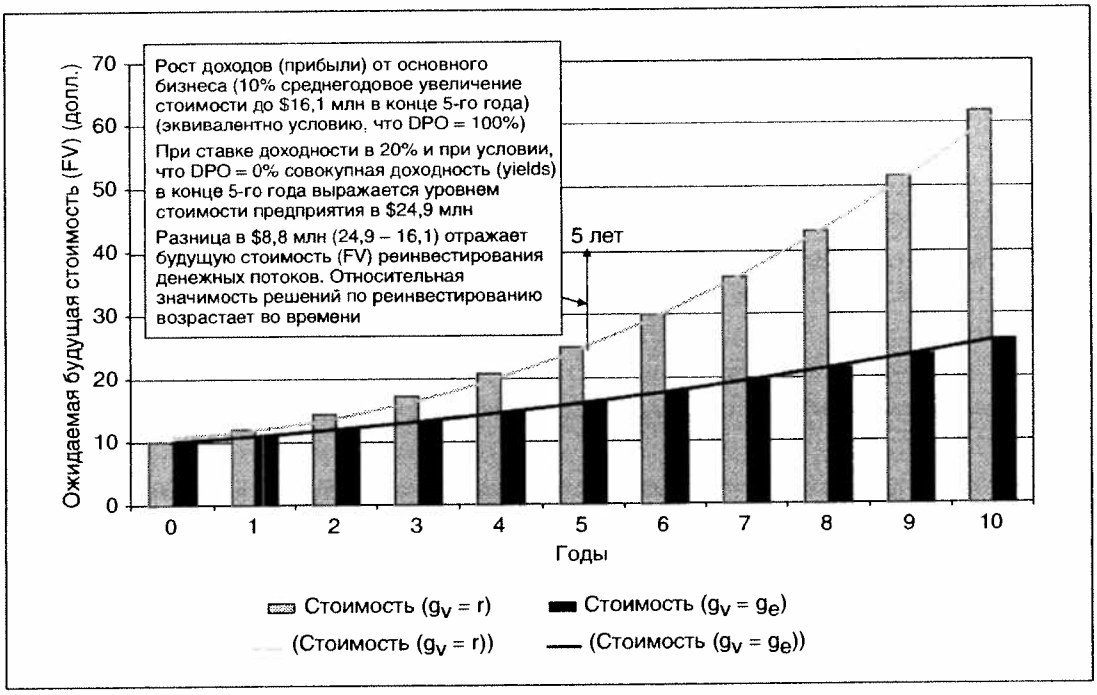


Рис. 1.1. Воздействие реинвестирования на повышение стоимости

Рис. 1.1 демонстрирует магическое воздействие сложных процентов в форме ожидаемой будущей стоимости (FV) бизнеса. Ожидаемый рост стоимости основного бизнеса (нижняя часть рисунка) базируется на ожидаемом уровне прироста прибыли от основного бизнеса в 10%. В результате эта базовая стоимость вырастает с сегодняшних 10 млн долларов до 16,1 млн долларов за пять лет. Нарастающий эффект реинвестиционных решений показан в верхней области рисунка. Верхняя граница рисунка показывает кумулятивный эффект роста основного бизнеса и осуществления решений по реинвестиции прибыли целиком. За пять лет ожидаемая будущая стоимость (FV) растет до 24,9 млн долларов, поддержанная 8,8 млн долларов будущей стоимости (FV) полностью реинвестированных денежных потоков. С течением времени относительное значение реинвестиционных решений существенно возрастает, что видно на рис. 1.1 на продленном до десяти лет прогнозном периоде (это хорошо видно при сопоставлении условий реинвестирования за пятилетний и десятилетний периоды).

Отсюда должно быть понятно, что ожидаемый темп роста прибыли от основного бизнеса является одним из факторов, учитываемых при определении ожидаемой будущей стоимости (и отсюда процедуры дисконтирования — приведенной (текущей) стоимости). В данном случае g_e составляет 10%. Если все реинвестированные прибыли вложены с доходностью r, при дисконтной ставке 20%, то совокупная норма доходности в данном примере составит 20%. Кумулятивное воздействие реинвестирования денежных потоков увеличивает общую отдачу (return) с 10% (основанных на g_e) до 20%, или до уровня r[15].

Стоимость компании (приведенная, текущая — PV) в нашем примере составляет 10 млн долларов. Стоимость компании (будущая — FV) составит в конце пятилетия 24,9 млн долларов, что является суммой стоимости основного бизнеса, растущего темпом g_e, и аккумулированной стоимости всех реинвестиций, которые были осуществлены при ставке дисконтирования, равной r. Соответственно, ожидаемый темп прироста стоимости (g_v) равен r, то есть ставке дисконтирования в 20%.

Отсюда должно быть ясно, что g_e и g_v — разные понятия. Сущностный потенциал роста основного бизнеса (g_e) не зависит от уровня реинвестирования[16]. Влияние решений по реинвестированию проявляется, однако, в ожидаемом увеличении стоимости. Ниже показано обобщение взаимоотношений между g_e, g_v и нормой выплаты дивидендов.

Градация потенциальных реинвестиционных решений:

- все денежные потоки распределяются (среди собственников-акционеров); DPO = 100%, $g_v = g_e$; реинвестиции отсутствуют;
- все денежные потоки удерживаются (в рамках бизнеса); DPO = 0%, g_v = r; все прибыли реинвестируются в соответствии со ставкой дисконтирования, равной r.

Другими словами, g_v будет равно или будет превышать g_e и может быть меньше или равно r — в зависимости от того, какой ожидается норма выплаты дивидендов. Отсюда следуют два важных вывода:

- модель Гордона эквивалентна модели дисконтированного денежного потока при определенных ограничениях, а именно: прибыли растут постоянным темпом до бесконечности; все прибыли либо распределяются между акционерами, либо реинвестируются в рамках бизнеса по ставке дисконтирования;
- ожидаемый темп роста прибыли от основного бизнеса (g_e из уравнения 1.5) — понятие, отличающееся от понятия ожидаемого увеличения стоимости предприятия, или g_v. Ожидаемый рост прибылей от основного бизнеса зависит от рынка, на котором действует компания,

[15] Разумеется, тот же уровень доходности был бы получен акционерами — собственниками предприятия, если бы вся прибыль была распределена между ними и компания не могла бы расти помимо той прибыли, которая генерируется ее основным бизнесом (core earnings).

[16] Однако потенциал для проектов с положительной NPV показывает, что на ge может оказывать влияние и само качество возможных инвестиций.

качества работы ее менеджеров, состояния экономики, инфляции, долговременного создания условий повышения эффективности производства и других переменных. Ожидаемое увеличение стоимости — это функция ожидаемой дивидендной и инвестиционной политики предприятия и рисков предприятия (которые выражаются в требуемой доходности) в дополнение к ожидаемому росту прибыли от основного бизнеса.

Мы можем видеть в модели Гордона обобщенную формулу для оценки стоимости публичных и частных ценных бумаг (акций). Это удобный способ выражения взаимозависимостей между ожидаемыми прибылями (или денежными потоками), ожидаемыми темпами роста этих прибылей и рисками. Реинвестированные прибыли, если они удачно размещены, ускоряют темп роста стоимости g_v в направлении ставки дисконтирования r. Если все прибыли удержаны от распределения и удачно инвестированы по ставке дисконтирования, то ожидаемый темп роста стоимости будет равен ставке дисконтирования.

Рост прибыли от основного бизнеса (g_e) в сопоставлении с ожидаемыми аналитиками условиями роста прибыли (g*)

В этом разделе мы сосредоточим внимание на соотношении между ожидаемым темпом роста прибыли от основного бизнеса и ожидаемым темпом роста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли, которая фигурирует на рынках ценных бумаг (его мы называем g аналитиков (analysts' g) и представляем так: g*).

Модель Гордона позволяет рассчитывать приведенную (текущую — PV) стоимость растущей собственности. Иными словами, вытекающее отсюда математическое соотношение сходно с формулой определения современной стоимости аннуитета. Для акций, торгуемых на открытом рынке, модель Гордона можно преобразовать следующим образом:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g_d} \qquad (1.10)$$

Цены торгуемых сегодня акций отражают приведенную (текущую — PV) стоимость всех ожидаемых в будущем дивидендов. Если условно не принимать во внимание возможность обратной скупки акций компанией, то получаемые дивиденды просто отражают доходность тех пакетов акций, которыми владеют акционеры, в отличие от продажи акций на открытом рынке, где все будущие дивиденды последовательно капитализируются; тем самым формируется рыночная цена акций. Мы получаем коэффициент цена/прибыль, разделив обе стороны уравнения на прибыль наступающего года (E_1):

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1 / E_1}{r - g_d} \qquad (1.11)$$

Учтем, что выражение (D_1 / E_1) — это норма выплаты дивидендов, то есть DPO:

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{DPO}{r - g_d} \qquad (1.12)$$

Теперь предположим, что DPO равно 100%. Тогда коэффициент цена/прибыль из уравнения 1.12 составляет [1 / (r – g)]. Это объясняет, почему аналитики, которые обычно рассчитывают коэффициенты прибыли как [1 / (r – g)], делают неявное предположение о том, что вся прибыль компании будет распределена среди акционеров, то есть что DPO = 100%.

Мы знаем, что лишь немногие публичные компании распределяют всю прибыль между акционерами. Поэтому важно разобраться во взаимоотношениях между темпами роста ожидаемой прибыли, обсуждаемыми аналитиками по ценным бумагам, нормами выплаты дивидендов публичных компаний и ожидаемыми темпами роста, которые используются аналитиками при установлении оценочных мультипликаторов для компаний закрытого типа.

Предположим, что условная компания, описанная в таблице 1.1, продается на открытом рынке. Как показано в таблице 1.1, здесь приемлем коэффициент прибыли (то есть [1 / (r – g)], *см. выше*), равный 10.0x, при заданных условиях ставки дисконтирования и роста прибыли от основного бизнеса. Предположим далее, что аналитики пришли к общему выводу относительно роста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли компании: он, допустим, составит 17,5% в год. Не окажется ли, что при коэффициенте прибыли 10x компания будет недооценена? Необязательно.

Почему? Предположим, ожидается, что компания будет распределять между акционерами примерно 25% прибыли. Как показано выше, нераспределенная прибыль (и ее последующее реинвестирование) генерирует дополнительный рост доходов сверх нормального уровня дохода от основного бизнеса. Специалиста по рыночным ценным бумагам интересует рост учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли, включающей в себя как прибыль от основного бизнеса, так и прибыль, возникающую в результате осуществленных инвестиций. В соответствии с моделью дисконтирования дивидендов, описанной уравнениями 1.10—1.12, предполагаемые 17,5% роста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли вполне сочетаются с коэффициентом прибыли 10,0x и нормой выплаты дивидендов 25%. Заметьте, что g_d из уравнения 1.12 — это g^*, или 17,5%. Подставим эти величины в уравнение 1.12.

Иллюстрация мультипликатора цена/прибыль (Price/Earnings Ratio):

$$10{,}0 = \frac{25\%}{20\% - 17{,}5\%}$$

Завышение (overstatement) коэффициента цена/прибыль:

$$40{,}0 = \frac{1}{20\% - 17{,}5\%}$$

Заметьте, что здесь принято постоянное DPO, затем $g_d = g^*$. Если аналитик предпочитает действовать при определении коэффициента прибыли в рамках формулы [1 / (r – g)], то упор на рост учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли, а не прибыли от основного бизнеса приведет к коэффициенту цена/прибыль, равному 40. А это означает существенную переоцененность компании (*см. выше*).

Мы видим далее, что существует важная и предсказуемая связь между ростом прибыли от основного бизнеса, нормой выплаты дивидендов и ожидаемым ростом учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли. Этот анализ предполагает постоянную норму выплаты дивидендов (или ее дополнение, постоянную норму нераспределенной прибыли), так что темп роста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли должен быть равен темпу роста дивидендов.

Теперь с помощью уравнения модели Гордона мы можем выявить следующее соотношение между ожидаемым темпом роста прибыли от основного бизнеса и ожидаемым темпом увеличения дивидендов или, принимая постоянную норму выплаты дивидендов, получим значение прибыли в системе уравнений 1.13:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g_d} = \frac{E_1}{r - g_e} \qquad (1.13)$$

$$D_1 (r - g_e) = E_1 (r - g_d)$$

$$g_d = \frac{E_1 - D_1}{E_1} + \frac{D_1 (g_e)}{E_1}$$

$$g_d = RR \times r + DPO \times g_e$$

На первый взгляд полученное соотношение выглядит достаточно привлекательно. RR означает норму удержания прибыли от распределения. Реинвестированная часть прибыли увеличивает темп роста, соответствующий ставке дисконтирования. Распределенная часть обеспечивает темп роста только в пределах роста прибылей от основного бизнеса. Общепринятый показатель роста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли составляет средневзвешенную характеристику этих двух компонентов. *Таблица 1.4* иллюстрирует эту взаимосвязь.

Как показывает таблица 1.4, ожидаемый рост прибыли от основного бизнеса (g_e) равен ожидаемому росту отчетных прибылей (g^*) только тогда, когда норма выплаты дивидендов равна 100%, то есть когда не ожидается дополнительная прибыль от реинвестирования денежных потоков. Таблица 1.4 также показывает, что при данном темпе роста прибыли от основного бизнеса рост учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли находится в обратной зависимости по отношению к норме выплаты дивидендов.

Мы видели, что тот рост учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли, который оценивается аналитиками публичных ценных бумаг, принципиально отличен от темпа роста прибыльности основного бизнеса. Как показал наш пример, неспособность понять отношения между этими разными характеристиками темпов роста может привести к существенному завышению оценки компании. Проще говоря, инвесторы не должны оплачивать прибыль и за то, что

она создается как прибыль от основного бизнеса, и за то, что она порождается доходом от реинвестирования прибыли компанией (прибыль от реинвестирования). Инвесторы хотят платить за доллар прибыли только один раз. Если аналитик доверяет оценке роста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли, анализ оценки бизнеса должен базироваться на денежных потоках, реально полученных инвесторами (модель дисконтирования дивидендов, а не однопериодная модель капитализации дохода, основанная на прибыли)[17].

Таблица 1.4. Отношение между реинвестициями и ростом отчетной прибыли (%)

(A)	(B)	(C)	(D)	(E)	(F) (D – E)	(G) (C + F)
Норма удержания прибыли (RR)	Ставка дисконтирования	Произведенный продукт	Норма выплаты дивидендов	g_e Рост прибыли от основного бизнеса	Произведенный продукт	g^* Рост учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли
0	20	0	100	10	10	10
20	20	4	80	10	8	12
40	20	8	60	10	6	14
60	20	12	40	10	4	16
80	20	16	20	10	2	18
100	20	20	0	10	0	20

Чистая прибыль в сопоставлении с денежным потоком

В предыдущем разделе мы провели, может быть кажущееся искусственным, различие между ростом прибыли от основного бизнеса и ростом учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли. Между тем это различие чрезвычайно важно для корректного применения как модели Гордона, так и модели дисконтированного денежного потока.

Множество показателей g и одна-единственная характеристика r для модели Гордона

В уравнении 1.14 показаны четыре равенства, использующих алгебраическую форму модели Гордона. Из них можно извлечь несколько очень важных выводов:

$$V_0 = \frac{\text{Прибыль}}{r - g_e} = \frac{D_1}{r - g_d} = \frac{\text{Прибыль} \times \text{DPO}}{r - g_d} = \frac{CF_1}{r - g_{cf}} \qquad (1.14)$$

[17] Если применяется однопериодная модель капитализации дохода, она должна быть скорректирована с учетом нормы выплаты дивидендов (модель была бы усложнена в случае, если бы характеристика DPO не ожидалась постоянной на протяжении всего времени).

Вспомним, что прибыль очищена от амортизации и налогов, не учитывает дополнительное реинвестирование в бизнес. Прибыль генерируется основным или существующим бизнесом.

V_0 — постоянная величина. Мы показываем несколько выражений одной и той же стоимости предприятия. Теперь рассмотрим следующее:

- **вывод 1.** Различия между прибылью и ожидаемым денежным потоком (CF_1) обусловлены различиями в политике выплаты дивидендов;
- **вывод 2.** Ожидаемые темпы прироста (g) различаются в соответствии с применяемым методом измерения прибыли (то есть в связи с изменениями DPO). Это вполне очевидно, поскольку выплаченная прибыль не может быть отложена для финансирования будущего роста;
- **вывод 3.** Ставка дисконтирования остается неизменной независимо от того, распределяется ли прибыль или резервируется.

Мы показали, что существует множество g, используемых в однопериодных моделях капитализации:

- g_e — это темп прироста прибылей от основного бизнеса. Этот показатель ассоциируется с первым равенством, характеризующим капитализацию прибыли;
- g_d — это ожидаемый темп прироста, связанный с конкретными дивидендами D_1;
- g_{cf} — это ожидаемый темп прироста, связанный с определенной политикой выплаты дивидендов, то есть с определенной политикой резервирования и реинвестирования прибыли (части прибыли).

Другими словами, если изменяется часть прибыли, которая капитализируется, то для сохранения величины V_0 темп прироста g должен также измениться.

Теперь рассмотрим тот факт, что r не меняется ни в одном из уравнений. Иначе говоря, это ставка дисконтирования, применимая и к ожидаемой прибыли, и к ожидаемым дивидендам следующего периода, и к ожидаемому чистому денежному потоку предприятия. У нас есть символический ответ на часто задаваемый вопрос: «Относится ли r к чистой прибыли или к чистому денежному потоку?» Естественно, наш ответ — «да», относится и к тому, и к другому. Посмотрим, что вытекает из этих наблюдений.

Обратимся снова к g_e — долговременному темпу ожидаемого прироста прибыли

Хотя они и были уже установлены, предпосылки, определяющие показатель ge, заслуживают повторения. Показатель g_e — это постоянный, долговременный темп прироста прибыли компании при условии, что она (компания) рас-

пределяет ежегодно все отчетные прибыли. Иными словами, этот прирост достигается при следующих ограничениях:

- с течением времени происходят инфляционные подъемы цен;
- повышение эффективности производства также происходит регулярно во времени;
- потребность в увеличении оборотных средств незначительна, причем дополнительные активы финансируются дополнительными обязательствами;
- имеется возможность осуществления капитальных вложений, создающих положительную чистую приведенную стоимость (NPV).

Показатель g_e — это долговременный ожидаемый темп прироста прибыли от основного бизнеса компании. В ином случае был бы некий «автоматический» уровень реинвестиций, не обеспеченный соответствующей дополнительной частью прибыли. Вспомните, что для каждого периода акционеры должны принимать одно из следующих трех решений:

- распределить все денежные потоки или прибыль (путем выплаты дивидендов или перепродажи акций) между собственниками;
- резервировать все денежные потоки или прибыль и инвестировать их в бизнес;
- распределить часть денежных потоков и отложить остальное для реинвестирования.

Нет смысла откладывать прибыль, если нет благоприятных условий для реинвестирования. Реинвестирование влечет за собой дополнительную отдачу или ускорение темпа прироста от уровня g_e к уровню r — ставке дисконтирования. Эта отдача может выступать в форме текущего дохода или же в форме повышения стоимости капитала, которое генерируется реинвестированием чистой прибыли.

Вернемся к g* — долгосрочному темпу прироста денежного потока

Если g_e — это долгосрочный темп прироста чистой прибыли предприятия, то что такое g*? В уравнении 1.14 мы отмечали, что показатель g из модели Гордона может меняться в зависимости от политики выплаты дивидендов. Этого следует ожидать, ибо распределенные средства дают текущий доход, но не могут финансировать будущее развитие компании. В таблице 1.4 было показано, что g* — это показатель, который охарактеризует рост текущих прибылей, и он (показатель) отличается от g_e в результате различий в коэффициентах выплаты дивидендов.

Мы используем g* для обозначения ожидаемого прироста как прибыли, так и чистых денежных потоков (предполагая коэффициент выплаты дивидендов

постоянным). Рассмотрим типичное определение чистого денежного потока, которое можно представить так:

Чистая прибыль (после вычета налогов)

+ Отчисления, не относящиеся к наличным денежным средствам (амортизация и, возможно, отложенные налоги)
– Чистые инвестиции (новые приобретения постоянных активов за минусом списаний)
+/– Дополнительные изменения величины оборотных средств
+/– Чистые изменения процентных долгов
= Чистый денежный поток

Рассмотрение приведенной дефиниции необязательно свидетельствует об этом, но на самом деле согласующим фактором между чистой прибылью (то, что называлось «Прибыль» в уравнении 1.14) и чистым денежным потоком (CF_1 из уравнения 1.14) является дивидендная политика фирмы. Для фирмы, имеющей привлекательные перспективы расширения, чистый денежный поток обычно меньше, чем чистая прибыль, поскольку хотя бы часть прибыли реинвестируется, чтобы использовать возможности обеспечения роста. Чистый денежный поток CF_1 распределяется, причем разница между чистой прибылью и чистым денежным потоком, называемая чистыми реинвестициями, удерживается фирмой для финансирования предстоящего развития[18].

Соотношение между чистой прибылью и чистым денежным потоком

Таблица 1.4 представляет собой один из способов иллюстрации соотношения между чистой прибылью и чистым денежных потоков через ожидаемые темпы будущего роста. Таблица 1.4 показывает, что ожидаемые темпы роста, выраженные в показателе учитываемой прибыли (чистого денежного потока), увеличиваются с увеличением доли нераспределенной прибыли (то есть той части, которая представляет собой резервирование средств). Однако порой картинка красноречивее тысячи слов.

Рис. 1.2 показывает в графической форме долгосрочное соотношение между чистой прибылью (обозначенной «Прибыль») и чистым денежным потоком (CF_1) приминительно к двум представленным стратегиям развития.

Первая стратегия сводится к распределению 100% прибыли, а вторая — к распределению только 75% прибыли и резервированию 25% для финансирования будущего развития. Предполагается, что инвесторы индифферентно относятся к этим двум стратегиям. Первая обещает относительно больший текущий доход и менее высокие ожидаемые темпа роста. Вторая даст меньший текущий доход, но более высокую ожидаемую стоимость капитала.

[18] Проницательный читатель может возразить, что в частных компаниях чистые денежные потоки не всегда распределяются по принципу соразмерности и нераспределенная прибыль не всегда реинвестируются достаточно эффективно.

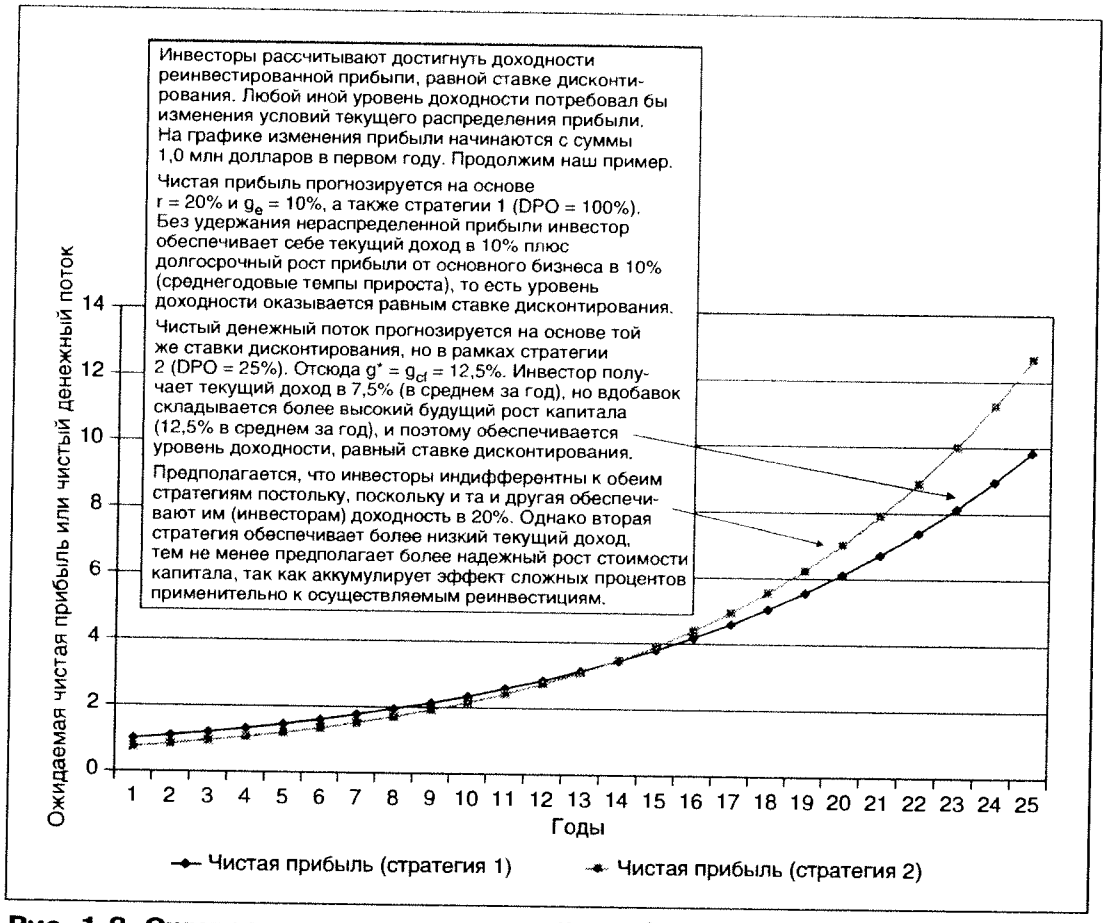


Рис. 1.2. Ожидаемая динамика чистой прибыли в сопоставлении с условиями получения чистого денежного потока

Относится ли r к чистой прибыли или к чистому денежному потоку?

В 1989 году Мерсер написал статью, в которой представил скорректированную модель оценки капитальных активов (ACAPM — Adjusted Capital Asset Pricing Model), содержавшую методологию кумулятивного изменения (building up) ставок дисконтирования на базе модели CAPM[19]. Хотя иные оценщики уже использовали некоторое время сходные технологии, все же, насколько нам известно, статья 1989 года была первым публичным представлением метода кумулятивных изменений ставок дисконтирования, сконструированных с помощью CAPM. Оценщики расходились (и продолжают расходиться) во взглядах на то, может ли правильно применяться ставка дисконтирования, сконструированная на основе метода кумулятивных изменений к норме доходности на базе или чистой прибыли, или чистого денежного потока предприятия.

[19] *Mercer Z.C.* The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-up Methodologies Based upon the Capital Asset Pricing Model. — Business Valuation Review, Vol. 8, № 4, 1989. — PP. 147—156. Идеи, высказанные в этой статье 1989 года, послужили основой для обсуждения вопроса о ставке дисконтирования в главе 6.

С практической точки зрения, аналитики консалтинговой структуры Mercer Capital капитализировали (и мы продолжаем это делать) показатели чистой прибыли, а не показатели чистого денежного потока, так как ими получены достаточно обоснованные результаты в подтверждение правильности именно такого подхода. Другие оценщики, доказывающие, что соответствующим показателем для последующей капитализации является чистый денежный поток, выдвигают следующие аргументы (в квадратных скобках даются наши комментарии).

Для компаний с позитивными, благоприятными прогнозами роста величина чистого денежного потока обычно оказывается меньше, чем размеры чистой прибыли. Этот пункт был выдвинут на основе схемы определения чистого денежного потока, которую мы рассматривали выше:

Чистая прибыль (после вычета налогов)

+ Неденежные начисления (амортизация и, возможно, отложенные налоги)
– Чистые капитальные затраты (новые приобретения постоянных активов за вычетом списаний)
+/– Дополнительные изменения оборотного капитала (оборотных средств)
+/– Чистые изменения процентного долга
= Чистый денежный поток

[Вспомним, что если чистый денежный поток меньше, чем чистая прибыль, то часть прибыли была удержана от распределения (то есть DPO < 100%).]

Если одна и та же ставка дисконтирования и темп прироста используются для капитализации как чистой прибыли, так и оценок чистого денежного потока, то капитализированная чистая прибыль превысит капитализированный чистый денежный поток. [Мы показывали, что различия между чистой прибылью и чистым денежным потокам непосредственно зависят от различий в темпах роста. Нет ни теоретических, ни практических оснований связывать это с различиями ставок дисконтирования.]

Поскольку показатели доходности, используемые в справочниках Ибботсона (Ibbotson), получены на основе использования данных о чистом денежном потоке для инвесторов (то есть дивиденды плюс увеличение стоимости капитала), то для капитализации прибыли (равно как и для дисконтирования) подходящей мерой является чистый денежный поток предприятий. [Этот вывод, однако, не подтверждается анализом, представленным в данной главе.]

При таких условиях должно следовать, что если ставка дисконтирования из модели АСАРМ (то есть при условии кумулятивных изменений ставок дисконтирования) используется для капитализации чистой прибыли, а не чистого денежного потока, то требуется корректировочный коэффициент для конвертирования ставки дисконтирования, применяемой в отношении к чистому денежному потоку, в ставку, применимую теперь уже к чистой прибыли. Но никто не в состоянии определить, какой он (корректировочный коэффициент) должен быть, если не считать общих слов об уровне от 2 до 6% и т.п. В духе таких комментариев Мерсер написал в 1990 году статью под названием «Корректировка норм капитализации применительно к различиям между чистой прибылью и чистым свободным денежным потоком»[20]. Хотя в заголовке и говорится о кор-

[20] *Mercer Z.C.* Adjusting Capitalization Rates for Differences Between Net Income and Net Free Cash Flow. — Business Valuation Review, Vol. 11, № 4, 1992. — P. 201.

ректировке норм капитализации, на самом деле в статье обоснована схема определения корректировочного коэффициента для ставки дисконтирования. Корректировочный коэффициент был затем применен в отношении целого ряда величин ожидаемых темпов роста, чтобы определить его воздействие на изменение норм капитализации.

Статья показала, что исходя из предположений об определенных условиях политики распределения доходов (схем выплат дивидендов) сам коэффициент может быть весьма невелик. Было далее показано, что величина любого коэффициента, применимого к ставке r, находится в пределах решений, обычно принимаемых оценщиками по отношению к нормам дисконтирования и капитализации. Эти решения включают выбор процентных ставок ценных бумаг казначейства, отбор арифметически или геометрически рассчитанных надбавок за риск к курсам акций (или чего-то промежуточного между ними), а также оценок надбавок за размер компании и других премий за риски, фиксируемых применительно к самим компаниям.

Анализ, проведенный в этой главе, однако, показывает, что следовало бы больше обращать внимание не на различия ставок дисконтирования, а на различия темпов роста, относящихся к чистой прибыли и чистому денежному потоку. Не существует иного условия корректировки коэффициента r, но оно (условие) вполне применимо в отношении g. Оно необходимо для того, чтобы отразить эффект резервирования и реинвестирования прибыли. В уравнении 1.13 (и это повторено в уравнении 1.15) мы разработали способ преобразования g_e в g^*, или ожидаемый темп прироста чистого денежного потока в условиях определеиной политики r и резервирования нераспределенной части прибыли:

$$G^* = RR \times r + DPO \times g_e \qquad (1.15)$$

Дальнейший анализ соотношения чистой прибыли и чистого денежного потока

По меньшей мере, две из наиболее известных работ по оценке стоимости бизнеса утверждают, что ставка дисконтирования (полученная любым способом из набора известных методов) скорее применима к чистому денежному потоку, чем к чистой прибыли.

Например, рассмотрим следующий текст[21]: «501.10. Оба способа, указанные выше (метод компаний-аналогов и кумулятивный метод), приводят, в конечном счете, к ставке дисконтирования для *чистого денежного потока*, который является наиболее применимым видом потока дохода при использовании оце-

[21] *Fishman J.E., Pratt S.P., Griffith J.C.* Guide to Business Valuations, 17th ed. — Fort Worth, TX: Practioners Publishing Company, 2007. — PP. 5—6. Для удобства мы будем называть ее кратко: книгой Фишмана. Авторы цитируют «Руководство по оценке стоимости бизнеса», вышедшее в 2007 году. В 2000 году издательство «Квинто-Консалтинг» опубликовало русский перевод 4-го издания этого «Руководства». У меня под рукой были английские тексты «Руководства» 4-го и 17-го изданий. Сопоставив цитируемый отрывок из «Руководства» 17-го издания (501.10) с соответствующим текстом 4-го издания (505.10), я с полной ответственностью заявляю об их почти полной идентичности. Поэтому в данной работе воспроизведен с небольшими изменениями перевод из русского издания «Руководства» (4-е американское издание) (М.: Квинто-Консалтинг, 2000; перевод Л.И. Лопатникова, под редакцией В.М. Рутгайзера; с. 115) (*Прим. научн. ред.*).

ночного метода, основанного на дисконтировании будущих доходов. Однако есть и другой поток доходов, который может оказаться удобным для использования, — это *чистая прибыль*. Этот поток доходов часто используется при применении метода, основанного на капитализации доходов. Какой бы ни был выбран поток доходов (чистый денежный поток или чистая прибыль), соответствующая ставка дисконтирования или коэффициент капитализации должны быть определены единообразно. Например, ставка дисконтирования чистого денежного потока не должна применяться для дисконтирования чистой прибыли. Напротив, должна быть выработана отдельная ставка дисконтирования для чистой прибыли, или же поток дохода должен быть преобразован в чистый денежный поток». (Выделено курсивом в оригинале.)

В книге Фишмана затем обсуждаются два метода преобразования ставки дисконтирования чистого денежного потока в ставку дисконтирования чистой прибыли (на стр. 5—8 и 8—10). Первый метод основан на примерной субъективной оценке порядка 3—6%. Второй метод основан на процедурах, описанных в статье 1990 года, на которую мы ссылались выше. В книге Фишмана описывается процедура из статьи 1990 года преобразования ставки дисконтирования чистого денежного потока (с использованием кумулятивного метода или метода АСАРМ) в ставку, применимую к чистой прибыли. В книге Фишмана специально обсуждаются однопериодные методы капитализации доходов. Такая же методология рассматривается в четвертом издании книги Пратта об оценке стоимости бизнеса[22].

Однако исходя из анализа, представленного в этой главе, можно подумать, будто рыночная ставка дисконтирования не меняется в результате изменений в дивидендной политике или изменений в условиях резервирования доходов предприятия для их реинвестирования. Образованные рынком ставки дисконтирования применяются к денежным потокам предприятия. И это правда, независимо от того, образованы ли они непосредственно путем анализа условий развития ведущих предприятий-аналогов или косвенно, с использованием кумулятивного метода (подробнее об этом см. в главе 6).

Практический пример все это может наглядно проиллюстрировать. *Таблица 1.5* отражает двухстадийную оценочную модель для оценки чистых денежных потоков гипотетической открытой компании. Дискретный прогнозный период составляет десять лет. Ставка дисконтирования равна 16%, и ожидаемый темп прироста прибыли от основного бизнеса — 6%.

Обобщение модели свободного денежного потока (в расчете на собственный капитал) исходя из четырех предположений относительно политики выплаты дивидендов представлено в *таблице 1.6*.

Оценка стоимости предприятия составляет 10 млн. долларов. Заметьте, что приложение модели Гордона [$1000 / (16% – 6%)] приводит к тому же результату. Цель этой иллюстрации заключается в том, чтобы показать, что когда вся прибыль распределяется между акционерами, темп прироста учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли (в данном примере) равен ожидаемому темпу прироста прибыли от основного бизнеса — 6%.

[22] *Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P.* Valuing a Business. The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4th ed. — New York: NY McGraw-Hill, 2000. — PP. 151—201.

Таблица 1.5. Анализ условной открытой компании (двухстадийная модель оценки свободного денежного потока в расчете на собственный капитал, основанная на разных условиях дивидендной политики) (тыс. долл.)

Предполагаемые показатели предприятия	Принятые значения (неизменные)	Принятые условия с учетом их изменения	
Ставка дисконтирования (r)	16.0%		
Ожидаемый темп прироста прибыли на ближнюю перспективу		**6.0%**	Стадия 1: для годов 1—10
Ожидаемый темп долговременного прироста прибылей	6.0%	**6.0%**	Стадия 2: после года 10 до бесконечности
Доля выплаты дивидендов		**100.0%**	

	0 (База)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Ожидаемая прибыль		**$1,000.0**	$1,060.0	$1,123.6	$1,191.0	$1,262.5	$1,338.2	$1,418.5	$1,503.6	$1,593.8	$1,689.5	**$1,790.8**
– распределенная часть прибыли		-$1,000.0	-$1,060.0	-$1,123.6	-$1,191.0	-$1,262.5	-$1,338.2	-$1,418.5	-$1,503.6	-$1,593.8	-$1,689.5	
Реинвестированная прибыль		$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	$0.0	
Свободный денежный поток на собственный капитал		**$1,000.0**	**$1,060.0**	**$1,123.6**	**$1,191.0**	**$1,262.5**	**$1,338.2**	**$1,418.5**	**$1,503.6**	**$1,593.8**	**$1,689.5**	
Терминальная стоимость (CF11 / (r - g)											**$17,908.5**	
Совокупный денежный поток		$1,000.0	$1,060.0	$1,123.6	$1,191.0	$1,262.5	$1,338.2	$1,418.5	$1,503.6	$1,593.8	$19,598.0	
Фактор текущей стоимости (PV)		0.8621	0.7432	0.6407	0.5523	0.4761	0.4104	0.3538	0.3050	0.2630	0.2267	
Сумма годовых выплат акционерам		$5,940.4	59.4%									
Приведенная (текущая — PV) оценка терминальной стоимости		$4,059.6	40.6%									
Сумма приведенных (текущих — PV) оценок (суммарная стоимость компании)		**$10,000.0**	100.0%									

Таблица 1.6. Влияние дивидендной политики на количественные изменения компонентов двухстадийной модели

Допущения/результаты	DPO #1	DPO #2	DPO #3	DPO #4	
Ставка дисконтирования	**16.0%**	**16.0%**	**16.0%**	**16.0%**	Единственное отличие — это политика DPO, в остальном условия для компании идентичны
Ожидаемый темп прироста прибыли на ближнюю перспективу	**6.0%**	**11.0%**	**13.5%**	**16.0%**	Возрастающие инвестиции генерируют рост доходов на ближнюю перспективу
Ожидаемый долговременный темп прироста	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	Среднегодовой темп прироста во второй период при всех условиях предполагается исходя из 6%
Доля выплаты дивидендов	**100.0%**	**50.0%**	**25.0%**	**0.0%**	Предполагается четыре разных уровня постоянного свободного денежного потока для акционеров — владельцев собственного капитала акций компаний
Ожидаемый чистый доход года 1 (тыс. долл.)	$1,000.0	$1,000.0	$1,000.0	$1,000.0	
Индикативная стоимость (тыс. долл.)	$10,000.0	$10,000.0	$10,000.0	$10,000.0	
Чистый доход 11-го года (тыс. долл.)	$1,790.8	$2,839.4	$3,547.8	$4,411.4	Стоимость текущих, более высоких выплат ниже ожидаемых будущих доходов и ниже ожидаемых терминальных оценок
Терминальная стоимость (тыс. долл.)	$17,908.0	$28,394.0	$35,478.0	$44,114.0	
Приведенная (текущая — PV) стоимость дивидендов (тыс. долл.)	$5,940.4	$3,563.5	$1,957.7	$0.0	С уменьшением DPO доходы акционеров сдвигаются в будущее
Приведенная (текущая — PV) оценка терминальной стоимости (тыс. долл.)	$4,059.6	$6,436.5	$8,042.3	$10,000.0	
Часть ожидаемой стоимости (Expected Value) в качестве терминальной стоимости	40.6%	64.4%	80.4%	100.0%	

	Модель дисконтирования/капитализации		
Чистая прибыль	Свободный денежный поток (FCF) Чистая прибыль	Отсутствует Чистая прибыль	**Терминальная стоимость на ближайшую перспективу (годы 1—10)**
Модель Гордона	При изменении доли DPO (отношения чистого денежного потока к чистой прибыли) модель предполагает дисконтирование свободного денежного потока промежуточных периодов и чистую прибыль для получения терминальной стоимости. Не предполагается изменение ставки дисконтирования		

В таблице 1.6 модель работает при трех иных допущениях относительно выплаты дивидендов: 50, 25 и 0%. Результаты расчетов по этой модели подтверждают выводы нашего прежнего анализа, проведенного в таблице 1.4.

В двухстадийной модели существует зависимость между принятой в компании политикой выплаты дивидендов и способностью предприятия к росту на протяжении дискретного прогнозного периода. Если DPO = 100%, то предприятие может расти со скоростью, ожидаемой для роста прибыли от основного бизнеса (g_e), равной 6%. На другом полюсе, когда DPO = 0% и когда вся прибыль реинвестируется, бизнес может наращивать доходы (и стоимость) по 16% в год, то есть по r, ставке дисконтирования (предполагая, что реинвестиции дадут доход, равный ставке дисконтирования). И при промежуточной норме выплаты дивидендов в ближней перспективе доходы ускоренно растут исходя из начального темпа прироста в 6% до такого темпа прироста, который равен ставке дисконтирования (опять-таки в предположении, что они растут темпом прироста, равным r).

Этот анализ вновь демонстрирует, что ставка дисконтирования связана как с динамикой чистой прибыли, так и с динамикой чистого денежного потока предприятия. Та или иная дивидендная политика не ведет к изменению ставки дисконтирования, однако политика распределения (и зависимая от нее политика реинвестирования) влияет на рост учитываемой в бухгалтерской отчетности прибыли, денежных потоков, а также на оценку стоимости капитала.

С точки зрения практики эти наблюдения приводят к следующим выводам:

- при использовании однопериодных методов капитализации вполне возможно оценивать существующую способность зарабатывать доходы на основе чистой прибыли предприятия и затем капитализировать эту способность зарабатывать доходы с использованием кумулятивной ставки дисконтирования и ожидаемого темпа роста доходов от основного бизнеса (g_e);
- при использовании модели дисконтированного денежного дохода на протяжении дискретного прогнозного периода подходящей мерой для дисконтирования является чистый денежный поток рассматриваемого бизнеса. Этот чистый денежный поток может измеряться тем уровнем денежного потока, который распределен между акционерами после вычета всех инвестиций, в том числе на увеличение оборотного капитала, обслуживание задолженности и др. Тогда при расчете терминальной стоимости приемлемо капитализировать ожидаемую чистую прибыль предприятия, используя ожидаемые темпы прироста прибыли в конце прогнозного периода.

Практические выводы

В этой главе мы анализировали и согласовывали между собой модель дисконтированного денежного потока и модель Гордона. Надеемся, читатели получили некоторые свежие представления об обеих моделях. Теперь полезно пере-

местить обсуждение модели DCF и модели Гордона в контекст повседневной оценочной практики.

Существуют три основных подхода к оценке стоимости бизнеса. В рамках этих подходов представлены разнообразные методы оценки, и внутри разных методов оценщики применяют разные, соответствующие реальным условиям те или иные оценочные процедуры. Определения каждого из этих трех подходов к оценке можно найти в последнем издании «Стандартов оценки стоимости бизнеса» Американского общества оценщиков, но в общей форме их можно описать следующим образом:

- **затратный подход, или подход, основанный на активах.** В центре внимания затратного метода — стоимость воспроизводства или замещения способности активов выполнять свои функции. При оценке стоимости бизнеса методы, использующие затратный подход, обычно являются методами, основанными на активах;
- **доходный подход.** В рамках доходного подхода измерители доходов дисконтируются к текущему моменту или капитализируются[23]. Метод дисконтированных денежных потоков — это один из методов доходного подхода, так же как и одиопериодный метод капитализации прибыли, представленный моделью Гордона[24]. Двухстадийная модель DCF, представленная уравнением 1.4, включает как метод DCF для PVICF, так и однопериодную капитализацию (для PVTV);
- **рыночный подход.** Рыночный подход сопоставляет финансовые измерители для оцениваемой компании с оценочной метрикой, получаемой исходя из информации либо открытых рынков ценных бумаг, либо рынков, на которых действуют аналогичные компании, либо даже рынков, где обращаются акции оцениваемой компании. Типичными оценочными методами в рамках рыночного подхода являются метод ориентира-аналога (публичной) компании (guideline (public) company method) и метод ориентации (guideline) на сходные, уже зафиксированные сделки.

В этой книге описывается Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса (Integrated Theory of Business Valuation). Однако теория должна иметь приложения, связанные с повседневной практикой. Сейчас было бы полезно сделать несколько наблюдений в связи с представленным выше методом дисконтированного денежного потока. Изучение уравнения 1.4 и практического опыта позволяет сформулировать ряд важных суждений о методе дисконтированного денежного потока:

---

[23] Как было показано в этой главе, методы оценки, которые капитализируют меру текущего дохода, являются частным случаем множества методов, которые дисконтируют прогнозные величины будущих доходов, приводя их к текущему моменту.

[24] Прошу обратить внимание на то, что Мерсер вполне допускает возможность использования показателей чистого денежного потока наряду с показателями чистой прибыли. В одной из публикаций российских авторов совершенно необоснованно утверждалось, что Мерсер считает возможным использовать только показатели чистой прибыли. Это неверная интерпретация Интегрированной теории. Важно представлять разные условия применения этих характеристик дохода (*Прим. научн. ред.*).

- **большое значение имеют прогнозируемые доходы.** Хотя это суждение и может показаться самоочевидным, прогнозируемые доходы должны определяться в пределах, разумных для оцениваемой компании. Что это означает? Это означает, что прогноз для расчетного периода должен быть разумным с точки зрения прошлого компании (если оно у нее было), рынка, на котором действует компания, успехов аналогичных компаний, способностей менеджмента, прочих логических ограничений и, наконец, с позиций здравого смысла. Таблица прогнозных показателей должна представлять прогнозные оценки всего того, что определяет условия входа в систему. Задача оценщика — прогнозируя доходы (прибыль) и денежные потоки, принимать логически выверенные и разумные предположения;
- **периодизация самого прогноза определяется оценщиком по собственному разумению.** Если доход стабилен и растет относительно устойчивым темпом, то может применяться однопериодный метод капитализации дохода. Метод дисконтированного денежного потока наиболее полезен тогда, когда денежные потоки, прогнозируемые на следующий год или два (или три, или четыре и т.д.), существенно отличаются от тех, которые можно было ожидать после завершения конечного периода роста, спада, восстановления или стабилизации. Оценщики могут делать свои прогнозы на любой подходящий период, хотя наиболее распространены прогнозные периоды в пределах от трех до десяти лет, но чаще всего встречаются пятилетние прогнозы;
- **ставка дисконтирования r должна соответствовать измерению выбранного денежного потока.** Эта глава о первоначальных основах оценивания носит концептуальный характер и не касается практических вопросов расчета ставки дисконтирования — им посвящена глава 6. Но заметьте, что измерение денежного потока может варьироваться от чистой прибыли (DPO = 100%) до чистого денежного потока (DPO < 100%), а ставка дисконтирования все равно остается неизменной. Все денежные потоки, рассматривавшиеся до сих пор, были чистыми (после вычета налогов) денежными потоками. Если рассматриваются доналоговые денежные потоки, ставка дисконтирования должна соответственно корректироваться[25];
- **чрезвычайно важно определение терминальной стоимости.** В типичном для метода DCF прогнозе на пять лет терминальная стоимость составляет от 60 до 80% полной приведенной (текущей — PV) стоимости[26]. Отсюда очевидно значение расчета терминальной стоимости:

[25] По нашему мнению, в общем случае лучше корректировать денежные потоки, чем ставку дисконтирования. С другой стороны, аналитик должен отчетливо понимать, относится ли прогнозируемый денежный поток только к собственному капиталу или ко всему инвестируемому капиталу компании (собственному и заемному). В этой книге Интегрированная теория представляет практику применения денежных потоков, относящихся к собственному капиталу. Если прогнозируемые денежные потоки относятся к совокупному капиталу, то применяемая ставка дисконтирования является средневзвешенной стоимостью капитала (WACC), а не стоимостью собственного капитала (cost of equity).

[26] Отмечу, что в некоторых российских комментариях Мерсеру несправедливо приписывается утверждение, что якобы при правильных расчетах стоимости бизнеса доля терминальной стоимости всегда ниже доли текущих доходов в дискретный период. Этого Мерсер никогда не утверждал (*Прим. научн. ред.*).

— при прочих равных условиях, чем выше ставка дисконтирования r, тем ниже будет терминальная стоимость (и величина совокупной стоимости в рамках метода — DCF), и терминальная стоимость будет составлять меньшую долю полной приведенной стоимости (PV);
— при прочих равных условиях, чем выше ожидаемый темп прироста g (то есть долгосрочный прогнозируемый темп прироста доходов от основного бизнеса g_e), используемый в расчете терминальной стоимости, тем выше будет терминальная стоимость и тем больше будет ее доля в полной приведенной стоимости компании (PV);
— теоретически, темп g_e в терминальной стоимости не должен быть слишком большим, и большинство оценщиков используют долгосрочные темпы прироста примерно от 3—4 до 8% или 10% в предельном случае. Двузначные долгосрочные темпы g обычно не применяются, поскольку с их помощью со временем формируются совершенно невероятные по размеру доходы. Далее, высокие долгосрочные темпы роста наверняка включают результаты реинвестирования прибыли, а не только простой рост доходов от основного бизнеса;
— хотя в этой книге ставка дисконтирования r не очень-то рекомендуется для прогнозирования дисконтированных денежных потоков применительно к совокупному капиталу предприятия, то есть для средневзвешенной стоимости капитала (WACC), определение терминальной стоимости даже более чувствительно к отбору показателей g в таких сценариях, чем при прогнозировании денежных потоков для держателей акций, то есть применительно только к собственному капиталу;

- **не все оценщики используют для определения терминальной стоимости модель Гордона.** На практике многие оценщики (и участники рынка) используют рыночные по своей природе методы расчета коэффициентов терминальной стоимости. Текущие рыночные коэффициенты (применяемые к чистой прибыли, доналоговой прибыли, EBITDA, свободной от долгов чистой прибыли или иным показателям и соответствующие избранным измерителям денежного потока) часто применяются к прогнозируемому денежному потоку года f, последнему году дискретного прогноза или к году f + 1. Некоторые оценщики полагают, что этот метод ошибочен, поскольку он смешивает метод доходного подхода (метод дисконтированного денежного потока для прогноза на определенные сроки) и метод рыночного подхода (обычно имеется в виду применение метода ориентиров-аналогов публичных компаний для расчета терминальной стоимости). Не вполне ясно, почему такое смешение обязательно следует рассматривать как ошибку. Учитывая, что эта процедура широко и с пользой применяется при обосновании разумных индикаторов стоимости с помощью метода DCF, его вряд ли стоило бы считать необычным или некорректным, тем более что на от-

крытом рынке (или на рынке, зафиксировавшем реальные сделки) удается получить вполне разумные коэффициенты[27]. Однако «разумные коэффициенты», информация о которых основывается на данных открытых рынков сегодня, могут оказаться необоснованными, если применить их к периоду спустя пять или десять лет, особенно в том случае, если отрасль находится в стадии очень быстрого подъема, и можно ожидать, что в ближайшие годы ее рост несколько замедлится;

- **какие прогнозы следует использовать?** Замечание на этот счет вытекает непосредственно из утверждения о важности прогноза денежных потоков. Во многих случаях менеджмент оцениваемого предприятия решает осуществить прогноз (или прогнозы) ожидаемых результатов деятельности компании в будущем. Используя такие прогнозы, оценщики должны проверять их обоснованность и рассчитывать ставки дисконтирования, которые разумно отражали бы риски достижения прогнозируемых результатов. Если подготовленных менеджментом прогнозов нет, оценщики должны позаботиться о составлении таких прогнозов, которые отражали бы ситуацию на соответствующем рынке и в отрасли, историю компании, ее перспективы, а также уровень ее менеджмента.

Метод дисконтированных денежных потоков — замечательный инструмент в руках оценщика. Однако его использование отнюдь необязательно в любом оценочном исследовании. Некоторые оценщики считают результаты применения метода DCF истиной в последней инстанции. Это, однако, вовсе не так. Метод DCF может быть использован непосредственно для получения осмысленных оценок, но, как и другие оценочные методы, он может быть неправильно применен. Кроме того, метод DCF может эффективно использоваться для проверки обоснованности других оценочных методов или заключений об оценке стоимости компаний.

Заключение

Элементарные сведения об оценке не так уж элементарны. В этой главе относительно подробно анализировались модель дисконтированного денежного потока и модель Гордона. Надеемся, мы предоставили читателям обновленные представления и возросшее понимание сферы применения этих двух ин-

[27] Эта мысль о приемлемости «смешанных» подходов будет в дальнейшем подтверждена примерами из реальной практики. Если модель Гордона применяется для расчета терминальной компоненты и соответствующего мультипликатора, то первым тестом для проверки разумности полученного показателя может быть сопоставление его с обращающимися на открытом рынке подобными коэффициентами. Например, оценщик использует [1 / (r – g)] для расчета терминального множителя (коэффициента) 20,0x свободной от долгов чистой прибыли с помощью метода DCF, мультипликатора в оцениваемой компании. Правдоподобность такого коэффициента будет подтверждена, если медианный коэффициент для свободной от долгов чистой прибыли компаний, сравнимых с оцениваемой, составляет порядка 18—22x или близко к тому. Однако его правдоподобность может быть подвергнута сомнению, если уровень коэффициентов в группе сравнимых компаний находится в диапазоне от 10x до 14x.

струментов, которые часто используются оценщиками без полного учета последствий такого использования.

Элементарные сведения об оценке образуют основу для Интегрированной теории оценки бизнеса, введение в которую представлено в главе 3. Однако до того, как перейти к Интегрированной теории, мы рассмотрим некоторые фундаментальные принципы оценки, важные для понимания элементарных сведений об оценке при инвестировании и принятии финансовых решений в реальном мире, а также в гипотетическом мире справедливой рыночной стоимости (fair market value).

Глава 2

«Гроздья» стоимости (The Grapes of Value)

Введение[1]

За годы, в которые складывалась моя карьера оценщика стоимости бизнеса, я постепенно убедился, что шесть исходных финансовых, экономических, логических и психологических принципов создают солидную основу для понимания того, что мы можем назвать миром стоимости. Давайте будем называть их организационными принципами оценки стоимости бизнеса, поскольку интеграция принципов дает логические и содержательные рамки, в пределах которых должны изучаться вопросы и проблемы оценки бизнеса. Эти принципы определяют также качественные рамки для обсуждения Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса. Данная глава отражает мое продолжающееся постижение мира стоимости и написана в более личном стиле (присущем Мерсеру), чем остальные главы этой книги.

Часто задаваемые вопросы

- Откуда возникла обобщенная модель: Стоимость = Прибыль × Мультипликатор?
- Как оценщики бизнеса могут проверить обоснованность своих оценочных предположений и заключений?

Мир стоимости

Мир стоимости состоит из всего многообразия рынков, на которых принимаются решения об оценке и инвестициях, независимо от того, идет ли речь о физических лицах, компаниях, организациях или государствах. Этот мир включает, но, конечно, не ограничивается этим, публичные рынки акций и ценных бумаг, частные рынки размещения долгов и акций, а также присутствие на рынке, отражающееся в инвестиционных решениях физических лиц, корпораций, организаций и государств.

[1] Эта глава отражает личные взгляды и профессиональный опыт З.К. Мерсера, члена Американской ассоциации оценщиков, дипломированного финансового аналитика.

Мир стоимости — реальный мир. Если оценщики сумеют глубоко познать мир стоимости, они, безусловно, смогут выносить обоснованные оценочные решения, соблюдая стандарты стоимости, реализуемые в конкретных оценочных исследованиях и включающие такие понятия, как справедливая рыночная стоимость, справедливая стоимость, инвестиционная стоимость и другие. Итак, мы приступаем к общему рассмотрению мира стоимости.

«Гроздья» стоимости (Grapes of Value)

Я определил шесть организационных принципов мира стоимости, причем эти шесть породили седьмой. Сокращение GRAPES (в переводе на русский — «гроздья») оказалось удобным способом для того, чтобы упорядочить и сделать запоминаемыми шесть первых организационных принципов. Итак, отдав должное Джону Стейнбеку (John Steinbeck) (имеется в виду его роман «Гроздья гнева». — *Прим. перев.*), обратимся к «Гроздьям» стоимости:

G — Growth (рост);
R — Risk/Reward (риск, вознаграждение);
A — Alternative investments (альтернативные инвестиции);
P — Present Value (приведенная (текущая) стоимость);
E — Expectational (предполагаемый, расчетный);
S — Sane, Rational, and Consistent (надежный, рациональный и адекватный).

Седьмой принцип, воплощающий характеристики всех шести элементов GRAPES — знание (knowledge). Элемент знания — это некая основа, поддерживающая все представленное сооружение, всю сформированную конструкцию.

Мир стоимости вызывает восхищение. На его организационных принципах строится Интегрированная теория оценки бизнеса, с содержанием которой читатель познакомится в главе 3. Но пока что организационные принципы создают основу для рассмотрения почти любого вопроса оценки стоимости бизнеса. Они описывают глубинные мотивы поведения на публичных фондовых рынках, что образует (прямо или косвенно) сравнительную основу для оценки большинства компаний и долей собственности в них.

Эти принципы позволяют также проверять рациональность или обоснованность мнений, отстаиваемых оценщиками, и уровень их компетентности. Я активно использую эти принципы уже долгие годы как инструмент для упорядочения идей в области оценки, а также как инструмент для наблюдения за работами, выполняемыми компанией Mercer Capital и другими фирмами.

Ясность приходит постепенно

Следующий раздел посвящен моему первому клиенту по оценке и деловым отношениям с ним, которые длились почти пятнадцать лет. Он содержит элемент самооправдания, хотя я полагаю, что он освещает процесс освоения про-

блем оценки и профессионального роста вместе с этим процессом. Читатели могут пропустить этот раздел без ущерба для последовательности изложения или же (это их воля) прочитать его.

Уроки, полученные от первого клиента

Официально моя карьера оценщика бизнеса началась в конце 1978 года, когда я был нанят на должность банковского аналитика по ценным бумагам фирмой Morgan Keegan & Company, Inc. В то время это была небольшая инвестбанковская фирма; она была членом Нью-Йоркской фондовой биржи. Никто здесь не занимался оценкой, так что я добровольно взял на себя этот небольшой сегмент деятельности фирмы, а также раздел исследований. К счастью, незадолго до приема на эту новую для меня работу я договорился о проведении оценочного исследования, и теперь мне предстояло выполнить эту услугу. Я повсюду в фирме искал какую-нибудь книгу об оценке стоимости бизнеса, но безуспешно.

Мне повезло: мой прежний босс, вице-президент Первой национальной корпорации штата Теннеси, дал мне единственную книгу, которой располагал. Она была написана двумя партнерами той фирмы, что позднее стала Price Waterhouse & Co. Эта книга была издана в 1971 году[2].

К сожалению, по прочтении этой книги от начала до конца я не получил ни малейшего представления о том, что же такое оценка стоимости бизнеса и как ее выполнять. Надо отдать авторам должное — книга была насыщена полезной информацией об открытых (публичных) рынках, о регулировании рынка ценных бумаг, о вопросах, связанных с бухгалтерским учетом. Однако она никак не помогала разрешить мои насущные проблемы, которые сводились к подготовке годового отчета об оценке Plumley Rubber Company[3].

Итак, я сделал то, что сделал бы каждый разумный человек на моем месте. Я собрал все опубликованные отчеты об оценке, которые смог найти, прочитал их и стал действовать по принципу «Обезьяна видит, обезьяна подражает» (monkey see, monkey do). Первые два отчета, которые я писал для Plumley Rubber Company (Plumley), утеряны. Однако сохранились копии папок, начиная с 1980 года, третьего года нашей (с Morgan Keegan) совместной работы с Plumley. Plumley получала годовые оценочные исследования (отчеты) в связи с нестандартным планом пенсионного обеспечения и сбережений для сотрудников. Оценки использовались как основа для продажи акций сотрудникам и для выкупа акций, принадлежавших прежде увольняющимся сотрудникам, и оценки сто-

[2] *McCarthy G.D., Healy R.E.* Valuing a Company, Practices and Procedures. — New York: The Roland Press Company, 1971.

[3] Как правило, Mercer Capital не раскрывает имена клиентов без их особого разрешения (такова политика компании). Мистер Хэролд Пламли (Harold Plumley) был моим первым клиентом в оценке стоимости бизнеса. Когда я в 1982 году оставил фирму Morgan Keegan и учредил Mercer Capital, Morgan Keegan отказался продолжать выполнение годовых оценочных исследований для мистера Пламли, и тот стал одним из первых клиентов Mercer Capital. Мы оценивали компанию ежегодно вплоть до 1995 года, когда компания была продана. Мистер Майк Пламли, сын основателя, а затем председатель группы Plumley Companies, в 1996 году делал доклад на конференции Американского общества оценщиков, посвященной современному состоянию оценки стоимости бизнеса. В этом докладе он касался, среди прочего, той пользы, которую принесли семье Plumley и принадлежащей ей компании ежегодные оценочные исследования, выполняемые на протяжении 20 лет.

имости компании (appraisals) создавали базу для ежегодного формирования цен подобных трансакций акций внутри компании. Компания и ее сотрудники воспринимали оценки стоимости бизнеса (компании) весьма серьезно.

Краткий экскурс в историю может быть поучительным. В мое оправдание и в оправдание фирмы Morgan Keegan мои комментарии к отчетам об оценке стоимости компании Plumley исходят из сегодняшней перспективы и сегодняшнего опыта. Качество этих отчетов в то время превосходило качество лучших известных мне оценочных исследований конца 1970-х — начала 1980-х годов. Итак, начнем.

Фискальный 1978 год. Так или иначе я писал отчет об оценке стоимости бизнеса и оценивал стоимость Plumley Rubber Company. Когда работа была уже сдана, оказалось, что она была второй за этот год — мистер Пламли к тому времени уже несколько лет получал отчеты об оценке стоимости его компании от другой фирмы. Когда я предложил обсудить возможность новой оценки на 1979-й фискальный год, мистер Пламли сказал мне, что фирма Morgan Keegan может продолжать эту работу. Я был, конечно, в восторге и поблагодарил его за такое отношение. Мистер Пламли спросил меня, хочу ли я знать, почему мы получили такой исключительный заказ в расчете на будущие годы. И затем он сказал то, чего я никогда не забуду: «Крис, когда я читал ваш отчет, я узнал свою компанию!» (Chris, when I reed your report, I recognized my company). Если бы все мы могли запомнить тот совет, который, по существу, содержался в этом высказывании мистера Пламли!

Фискальный 1980 год. Доклад состоял из 12 страниц текста плюс четыре страницы таблиц. Финансовый анализ был вполне пристойный и по делу. Анализ сравнимых компаний отражал обоснованное понимание публичных (открытых) рынков и необходимость проводить уместные сопоставления между оцениваемой компанией и группой компаний-аналогов. Однако очевидно, что я имел весьма отдаленное представление о скидке на недостаточную ликвидность и располагал недостаточной информацией, которая могла бы обосновать ее. В отчете было написано: «Добавим, что мы рассмотрели недостаточную ликвидность оцениваемых миноритарных долей собственности. В каждом из предыдущих отчетов мы, принимая во внимание все факторы, устанавливали скидку к коэффициенту цена/доходы примерно в 20—25%». Таково было заключение, и таков был размах дискуссии относительно скидки на недостаточную ликвидность. Однако из текста очевидно, что скидка в 20—25% также относится к принципиальным отличиям Plumley Rubber Company от сравнимых публичных компаний. Заключение представляется разумным, если читать отчет и заключенную в нем информацию. Но отчету не хватало ясности при рассмотрении ряда важных вопросов.

Фискальный 1981 год. Объем отчета вырос до 15 страниц текста и пяти страниц, заполненных таблицами. Финансовый анализ был расширен. Мы добавили заявление о независимости и информацию об уровне квалификации фирмы и оценщиков. Мы добавили также приложение, где перечислялись возможные непредвиденные и ограничивающие условия. Скидка на фундаментальные обстоятельства и недостаточную ликвидность осталась расплывчатой, в диапазоне 20—25%.

Фискальный 1982 год. Деловые отношения перешли к Mercer Capital в начале 1983 календарного года, когда готовилась ежегодная оценка стоимости компании Plumley за фискальный 1982 год. Анализ сравнимых компаний-аналогов стал более глубоким, и мы (то есть это был я) выработали подходящий мультипликатор на основе данных о более широкой группе родственных компаний. На самом деле, не используя этот термин, мы применили фундаментальную скидку к медианному мультипликатору и среднему мультипликатору по сформированной в рамках исследования группе[4]. Впервые был введен раздел, получивший название «Скидка на миноритарный характер доли собственности». В этом разделе мы рассматривали понятие недостаточной ликвидности и применили соответствующую 20-процентную скидку. Таким образом, где-то после конца 1982 года или в начале 1983 года я совершенно независимо и самостоятельно сфокусировал внимание на проблеме скидки на недостаточную ликвидность. В литературе нет сведений об исследованиях, проводимых перед IPO или в других специальных случаях, но краткий обзор показывает, что выбранная скидка была смягчена многолетней практикой компании, выкупавшей акции (по оцененной стоимости бизнеса) у сотрудников, уходивших на пенсию или переходивших на другую работу и ранее получивших выкупаемые у них акции по программе сбережений и инвестирования для персонала. Некоторый прогресс. Мы провели различие между фундаментальными вопросами, относящимися к стоимости предприятия, и вопросами стоимости миноритарных долей собственности акционеров.

Фискальный 1984 год. Этот отчет вышел в свет в феврале 1985 года, его структура и содержание существенно изменились. Отчет состоял из 25 страниц текста, плюс восемь страниц — это таблицы. Отчет за фискальный 1984 год содержал три особенности, которые до сих пор являются руководством к действию в компании Mercer Capital:

- *фундаментальные корректировки.* В разделе, названном «Корректировка базовой нормы капитализации», мы ввели 15-процентную скидку, основанную прежде всего на различиях в леверидже (финансовом рычаге) и темпах роста между компанией Plumley и сравнимыми публичными компаниями. Это было неплохо. Однако мы усложнили вопрос, введя дополнительную 10-процентную скидку в связи с тем фактом, что оцениваемая компания не выплачивала дивиденды, в то время как все сравнимые компании-аналоги дивиденды платили (кроме одной). Очевидно теперь, что это следовало рассматривать как элемент, влияющий на скидку на недостаточную ликвидность. Ясность приходит лишь постепенно;
- *скидка на недостаток ликвидности.* Один из разделов был назван «Корректировки, связанные с недостатком ликвидности». Поскольку подробнее вопросы скидки на недостаток ликвидности в этой книге рассматриваются в дальнейших главах, то я полагаю, что было бы по-

[4] Ныне мы говорим о фундаментальных корректировках применительно к группам открытых компаний, поскольку последующий опыт показал, что такие корректировки могут быть как положительными, так и отрицательными (*см. главу 5*).

учительно процитировать здесь их давнее обсуждение целиком: «Оценка акций собственного капитала закрытых компаний (closely held corporations) обычно требует большой скидки, вплоть до 50%, с учетом недостаточной ликвидности, а также в связи с недостаточным контролем. Доля собственности в открытой компании легко может быть продана по ее объявленной цене или близко к ней. Акции закрытых компаний не могут быть проданы с такой же легкостью из-за отсутствия возможного выхода на открытый рынок. По нашему мнению, в условиях приведенного выше определения справедливой рыночной стоимости требуется скидка приблизительно в 10%, чтобы отразить влияние недостаточной ликвидности и контроля, присущих акциям, относящимся к миноритарным долям компании. Скидка на недостаток ликвидности учитывает деятельность компании по формированию рынка, которая в ближайшем будущем будет продолжаться. Это предположение было сделано на основании доверительных бесед с представителями менеджмента об их планах продолжать покупку акций по ныне оцененной стоимости. Кроме всех этих соображений, скидка могла бы быть больше. 10% — это такая же скидка, как та, которая была нами применена в отчете об оценке за фискальный год, окончившийся 31 октября 1983 года». Если не считать смешения ликвидности и контроля, мы были на верном пути в том, что касалось скидки на недостаточную ликвидность. Мы, вероятно, уже имели первое издание книги Пратта Valuing a Business, отсюда и разговоры о скидке на недостаточную ликвидность величиной до 50%[5]. И мне было приятно убедиться: я не всегда впадал в крайность, полагая, что все скидки на недостаточную ликвидность должны были составлять примерно 35% плюс-минус малую величину (не говоря уже о том, что мы не так часто попадали в эту западню на ранних этапах работы);

- *тест на обоснованность и согласование результатов оценки.* Отчет фискального 1984 года дал повод к непродолжительной дискуссии об

[5] *Pratt S.P.* Valuing a Business, 1st ed. Я встретил бывшего библиотекаря Willamette Management Associates на обзорной лекции для дипломированных финансовых аналитиков в мае 1984 года. Не помню, имел ли я уже тогда экземпляр первого издания книги Пратта (1981 год), но если и нет, то я уверен, что мы вскоре ее приобрели. Мы обменялись информацией об оценке основной части депозитов банка (о чем мы кое-что знали), и я был по телефону представлен Шеннону Пратту. Летом 1985 года мы в первый раз обедали с Shannon и Millie Pratt. Они участвовали в международной конференции Американского общества оценщиков, и я помчался из Флориды, где работал с клиентом, чтобы встретиться с ними. В тот вечер Шеннон щедро делился со мной своими знаниями в области оценки стоимости бизнеса и организации бизнеса по такого рода оценкам. В тот период фирма Mercer Capital была разделена почти поровну между двумя направлениями: оценка стоимости бизнеса и банковское консультирование. В конце 1985 года Кен Паттон (Ken Patton), мой друг и деловой партнер с 1984 года, и я решили, что будущее нашей компании должно быть связано только с оценкой стоимости бизнеса, а не с банковским консультированием. К 1987 году мы вышли из бизнеса банковского консультирования и стали компанией по формированию оценок стоимости бизнеса с примерно восемью сотрудниками. Я благодарен Шеннону, открывшему нам глаза на потенциальные возможности бизнеса по оценке стоимости бизнеса. Вспоминается, что я оплатил обед в тот вечер. Полученный совет определенно стоил цены обеда, даже учитывая инфляцию, происходившую с 1985 года! К счастью, за прошедшие 20 с лишним лет у нас состоялось много конференций и обедов с Шенноном Праттом...

обоснованности его выводов в свете относительного сопоставления с группой сравнимых публичных компаний. И поскольку наш клиент был постоянным, в отчете была представлена таблица, сравнивавшая ключевые компоненты оценки 1984 года с соответствующим компонентами оценки 1983 года. Например, таблица содержала скорректированные показатели прибыли, базовые мультипликаторы цена/прибыль (price/earnings), отдельные фундаментальные скидки, скорректированные мультипликаторы цена/доходы, первоначальные выводы об оценке, количество акций в обращении, первоначальные оценки стоимости акций, скидки на недостаточную ликвидность и, наконец, выводы о стоимости компании. Справедливая рыночная стоимость в расчете на акцию увеличилась на 17,5%, и таблица показала, а в тексте были обсуждены факторы такого увеличения.

Отчеты об оценке для компании Plumley продолжали демонстрировать возрастающий уровень наших знаний и понимания проблем оценки стоимости бизнеса вплоть до 1995 года, когда компания была продана. Цель нашего экскурса в историю фискального 1984 года (речь все-таки шла о начале 1985 года) заключается в том, что мы с самого начала сумели ухватить главные проблемы оценки стоимости бизнеса. С развитием нашего понимания организационных принципов такой оценки это понимание находило отражение в оценочном анализе фирмы Mercer Capital, в наших статьях и устных выступлениях.

Разрешите мне посоветовать и вам сделать подобный экскурс по вашей карьере оценщика. Как я говорил в короткой статье в Business Valuation Review в 1988 году (она воспроизведена в приложении 2Б к этой главе), «сделайте привычкой регулярное возвращение в прошлое и перечитывайте свои старые оценочные отчеты, если вы нуждаетесь в предметном уроке скромности».

Организационные принципы

Многие люди, безусловно, обсуждали и обсуждают смысл и последствия организационных принципов оценивания. Я не претендую здесь на оригинальность, разве кроме того, что использую их в качестве инструментов для описания и обсуждения мира стоимости. В следующих разделах мы обсудим каждый из организационных принципов. В завершающей части главы мы увидим, что, хотя каждый принцип имеет самостоятельное значение, только их интеграция обеспечивает глубокое понимание проблем оценки.

G — Принцип роста и времени (G — the Principle of Growth and Time)

Мир, в котором мы живем, постоянно меняется и растет. Изменения и рост являются общей чертой природы, экономики, бизнеса. Инвесторы подходят к миру, экономике и частным компаниям, заведомо предполагая, что они будут со временем расширяться. Вот почему мы называем этот принцип Принципом роста и времени. Конечно, в природе, экономике или бизнесе могут возникать

и негативные явления. Но мы живем в экономическом мире, где рост в целом рассматривается как благо.

Национальные экономики и мировая экономика растут устойчиво уже сотни лет. Оценка стоимости бизнеса рассматривается в контексте размеров населения, эффективности, роста и инфляции. Акции покупаются в расчете на будущий рост их стоимости.

При прочих равных условиях, растущий бизнес стоит дороже, чем аналогичный бизнес, который не растет. При прочих равных условиях, быстро растущий бизнес оценивается дороже, чем аналогичный бизнес, который растет более медленно. Из Принципа роста следует, говоря нематематическим языком, что во временнóм аспекте существует внутренняя зависимость между ростом и стоимостью. Эта зависимость косвенно отражается на *рис. 2.1*, где прослеживаются индексы Dow Jones и S&P 500 за последние 50 лет. Оба индекса показали существенный рост стоимости за рассмотренный период, причем рост наблюдается и за пределами выделенного периода.

Рис. 2.1. Месячные заключительные оценки индексов Dow Jones и S&P 500

Обращаясь к проблемам оценивания, мы, оценщики, должны сосредоточить свое внимание на соответствующих аспектах роста, причем как на уровне мировой экономики, так и на уровнях национальной экономики, региональной экономики, конкретной отрасли, отдельной компании или на уровне фактов и обстоятельств, влияющих на отдельно взятую долю собственности в том или ином бизнесе. Как показывает рис. 2.1, хотя долговременным трендом в рыночной оценке является рост, все же он прерывается откатами, или снижением стоимости. Это важно, поскольку мы оцениваем компании в расчете на определенные моменты времени. Уровень и направления изменений рынков, на

которых эти компании действуют, будут влиять на инвестиционные решения, которые принимаются применительно к той или иной конкретной дате.

Как мы увидим в дальнейшем, Принцип роста и времени часто связывают с Принципом ожидания и с Принципом приведенной (текущей — PV) стоимости. Но они не являются самодовлеющими принципами.

R — Принцип риска и вознаграждения (R — the Principle of Risk and Reward)

Жизнь полна рисками и вознаграждениями. Соотношение между риском и вознаграждением было известно много веков назад, задолго до появления современной теории финансов и оценки стоимости бизнеса.

Это взаимоотношение было проиллюстрировано в библейской притче о таланте (Евангелие от Матфея 25:14-30). В этой притче из Нового завета три слуги, когда их хозяин ушел, обрели ответственность за ресурсы. Один слуга получил пять талантов (денежная единица), другой — два таланта, третий — один талант.

Первый слуга инвестировал пять талантов и увеличил достояние хозяина. Второй инвестировал два таланта и тоже увеличил достояние хозяина. Третий казначей испугался возможных потерь и сберег свой талант до возвращения хозяина.

Когда хозяин вернулся, первый слуга отчитался перед ним и сказал ему о его выигрыше. Аналогично отчитался и второй. Третий вернул мастеру его талант. Мастер одобрил работу двух первых слуг. А вот третьего слугу, который оказался плохим казначеем, он прогнал. Хозяин взял свой талант и передал его первому слуге, который хорошо выполнил свои обязанности.

«Притчу о талантах» я пересказал не для того, чтобы сделать теологическое заключение (если бы, конечно, я мог), а чтобы показать, что зависимость между риском и вознаграждением была известна тысячи лет назад.

Принцип риска и вознаграждения может быть кратко выражен словами неизвестного, но бессмертного мудреца: «Без риска нет и голубых фишек»[6]. Этот принцип интегрирован с Принципом современной (приведенной — PV) стоимости через фактор, известный как ставка дисконтирования или требуемый уровень доходности. Это также проявляется, когда мы обращаемся к Принципу альтернативных инвестиций.

Принцип риска и вознаграждения предполагает, что инвестор, рассматривающий две возможные инвестиции, одна из которых более рискованна, чем вторая, потребует для первой более высокого ожидаемого вознаграждения. Иными словами, без этого не было бы смысла предпочитать более рискованную инвестицию.

Общий вывод из Принципа риска и вознаграждения заключается в том, что рынок требует от более рискованных инвестиций повышенной ожидаемой доходности. Этот принцип связан с Принципом ожиданий.

[6]«Голубые фишки» — так обычно говорят об акциях «первоклассной промышленной компании (по цвету самой дорогой фишки в покере); такие ценные бумаги отличаются высокой надежностью...» (*Федоров Б.Г.* Новый словарь, с. 96) (*Прим. научн. ред.*).

А — Принцип альтернативных инвестиций (А — the Principle of Alternative Investments)

Мы живем в мире альтернативных инвестиций. Принцип альтернативных инвестиций предполагает, что инвестиции всегда производятся в порядке выбора между конкурирующими альтернативами. Когда инвесторы принимают инвестиционные решения, у них почти всегда есть ряд возможностей, из которых необходимо выбрать только одну.

Принцип альтернативных инвестиций находится в центре теории и практики оценки стоимости бизнеса. Например, многие исследования по оценке частных компаний начинаются с обоснования оценочных показателей на уровне ликвидных миноритарных пакетов акций, о которых принято говорить, что они «как бы продаются». Другими словами, в процессе оценки частных компаний оценщик вырабатывает гипотетические характеристики стоимости[7]. На базе установленных оценок ликвидных миноритарных пакетов акций он может скорректировать свои первоначальные оценки с помощью применения премий за контроль (если приходится определять стоимость контрольной доли собственности) или скидок на недостаточную ликвидность, чтобы получить стоимость миноритарных долей собственности, продажа которых вовсе и не предполагается.

Когда Положение о доходах 59-60 рекомендует оценщикам проводить сравнение акций оцениваемых предприятий с акциями аналогичных публичных компаний — активных участников рынка капитала, на помощь призывается Принцип альтернативных инвестиций. Публичные рынки ценных бумаг обширны и изменчивы. Они заставляют частные компании постоянно выбирать между многочисленными инвестиционными альтернативами. Оценщики стоимости бизнеса нуждаются в глубоком и действенном понимании этих рынков, чтобы обосновывать реалистичные оценки частных интересов.

Комбинируя организационные принципы, мы можем приступить к описанию того, как функционирует мир стоимости. Например, комбинируя некоторые аспекты Принципа риска и вознаграждения и Принципа альтернативных инвестиций, инвесторы принимают решения по размещению активов относительно своих инвестиций. На рынках ценных бумаг инвесторы задают вопросы типа: «Следует ли нам купить акции компании X или компании У?», «Следует ли нам покупать крупные или мелкие пакеты акций?», «Следует ли нам покупать акции, или облигации, или же недвижимость?»

Принцип альтернативных инвестиций утверждает, что всегда существует множество конкурирующих альтернативных инвестиций. Зеркальное утверждение состоит в том, что всегда существует множество альтернативных инвесторов, которые могут по-разному подходить к инвестициям. Все это побуждает оценщиков часто сосредоточивать внимание на выяснении того, кто являет-

[7] Заметьте, что это кардинально отличается от гипотетической оценки, основанной на «принятых предположениях, которые противоположны фактам или которые вряд ли могут быть реализованы или применены». См. Principles of Appraisal Practice and Code of Ethics, Section 6 (Washington, D.C. The American Society of Appraisers, 1994). Частичное совпадение этих, по существу, разных терминов достойно сожаления.

ся типичными покупателями тех или иных активов. Например, сегодня оценщики, как правило, признают, что существуют разные типы покупателей компаний, среди них финансовые покупатели и стратегические или синергические покупатели. Стратегические или синергические покупатели часто готовы уплатить за компанию больше, чем финансовые покупатели, решение которых может существенно зависеть от того, какие доходы приносит покупаемая компания на момент покупки. То, к какому из типов покупателей оценщики относят покупаемый актив, может повлиять и на заключение о его оценке.

Принцип альтернативных инвестиций содержит также понятие вмененных издержек (или альтернативной стоимости). Когда ресурсы используются для покупки одного актива, мы не можем приобрести на них другой актив. Когда активы бизнеса (фирмы) утрачиваются, разрушаются или теряют в цене, оценщики и экономисты-эксперты используют организационные принципы, для того чтобы оценить величину приписываемых в результате всего этого потерь.

Смысл обсуждения Принципа альтернативных инвестиций состоит в том, что этот принцип требует (или предполагает), чтобы оценщики бизнеса хорошо разбирались в ситуациях, складывающихся на публичных рынках ценных бумаг, и были способны проводить объективные сравнения между публичными и частными рынками, соответственно корректируя формируемые ими оценки.

P — Принцип приведенной (текущей) стоимости (P — the Present Value Principle)

В своей простейшей форме Принцип приведенной (текущей — PV) стоимости гласит, что сегодняшний доллар дороже доллара завтрашнего. И наоборот, что завтрашний доллар дешевле доллара сегодняшнего. Современная (текущая) стоимость — это интуитивное понятие, которое доступно даже детям. Спросите ребенка, что лучше: получить игрушку сегодня или неделю спустя? Или получить сладость до обеда или после обеда?

Говоря о современной (текущей) стоимости мы на самом деле имеем в виду четыре аспекта:

- ожидается, что **стоимость инвестиций** (связанных с приобретением акций) **со временем повышается**. Вспомните Принцип роста;
- **инвестициям свойственны характеристики денежного потока, которые необходимо понимать.** Оценщики должны учитывать природу денежных потоков бизнеса во времени и тот факт, что денежные потоки бизнеса могут существенно отличаться от денежных потоков, доступных его (миноритарным) акционерам;
- **инвестиции имеют прогнозируемую дюрацию.** Они существуют во времени. Мы воздерживаемся от потребления сегодня (или делаем выбор между конкурирующими альтернативами), чтобы получить выгоду от инвестиций в течение их прогнозируемой дюрации;
- **инвестиции имеют разные характеристики с точки зрения свойственных им рисков.** Риск — это великая выравнивающая си-

ла в мире приведенной (текущей — PV) стоимости, действующая с помощью требуемых инвесторами уровней доходности или ставок дисконтирования.

Принцип приведенной (текущей — PV) стоимости ориентирован на сравнение инвестиций разных дюраций, прогнозируемых темпов роста, денежных потоков и рисков. Мы используем расчеты приведенной стоимости (PV) различных инвестиций в сегодняшних долларах и таким образом получаем информацию для принятия инвестиционных или оценочных решений. С другой стороны, мы иногда сравниваем инвестиции по их ожидаемой стоимости на определенную дату в будущем.

Обобщенная модель оценки, основанная на модели Гордона, была сформулирована и рассматривалась нами в главе 1. Обобщенную модель можно выразить так:

$$\text{Стоимость} = \frac{\text{Доходы}}{r - g} = \text{Доходы} \times \text{Коэффициент}$$

Эта обобщенная модель отражает метод оценки, основанный на однопериодной капитализации, широко используемый оценщиками стоимости бизнеса. Подходящими для расчета доходами (денежным потоком) могут быть чистая прибыль, доналоговая выручка или иные измерители денежного потока, который ожидается получить или который способен повлиять на формирование прибыли. Ставка дисконтирования рассчитывается путем сравнения с соответствующими альтернативными инструментами и с ожидаемыми темпами роста, установленными оценщиком. Стоимость в приведенном уравнении представляет собой приведенную (текущую — PV) стоимость всех прогнозируемых будущих денежных потоков предприятия, которые, как предполагается, будут расти постоянным темпом g. Современная стоимость определяется посредством дисконтирования всех этих будущих денежных потоков к настоящему времени по адекватной ставке дисконтирования r. Этот метод, при прочих равных условиях, дает то же заключение об оценке стоимости бизнеса, что и метод дисконтированного денежного потока.

Как правило, мы используем модель Гордона (или метод дисконтированного денежного потока) для решения задачи обоснования стоимости бизнеса. Однако с помощью Принципа приведенной (текущей — PV) стоимости можно также упростить сравнение альтернативных инвестиций. Если мы можем оценить будущие денежные потоки, генерируемые данным бизнесом (или в расчете на соответствующую стратегию развития бизнеса, или на осуществление инвестиций), и если мы знаем, сколько этот бизнес, или стратегия развития бизнеса, или осуществление инвестиций стоят сегодня, то мы можем рассчитать вытекающую из этого внутреннюю норму доходности. Если мы рассчитаем внутреннюю норму доходности от равных инвестиций со сравнимой дюрацией и будем считать остальные факторы риска постоянными, то инвестиция с более высокой внутренней нормой доходности (IRR — Internal Rate of Return) — это предпочтительная инвестиция.

Когда оценщик решает уравнение DCF для обоснования собственной оценки стоимости бизнеса, или финансовое руководство компании сравнивает инвестиции по их ожидаемой внутренней норме доходности (IRR), то приходится принимать во внимание разные грани одного и того же принципа.

Оценщики стоимости бизнеса должны хорошо разбираться в понятиях приведенной (текущей — PV) стоимости и быть способными оперировать относящимися к оценке стоимости фактами с учетом сопутствующих обстоятельств применительно к контексту приведенной стоимости.

E — Принцип ожиданий (E — the Principle of Expectations)

Сегодняшняя стоимость — функция завтрашних ожидаемых денежных потоков, а вовсе не вчерашних успехов компании. Таков простой, но часто упускаемый из виду аспект оценки стоимости бизнеса.

Оценщики привычно изучают историю компании и ее достижения в прошлом и, опираясь на эту историю, оценивают ее способности генерировать прибыль в будущем. Капитализируемая прибыль может быть простой средней показателей прибылей нескольких предшествующих лет или средневзвешенной этих прибылей. Может быть и так, что оценщик капитализирует прибыль текущего года, или пересчитанную в расчете на год прибыль, полученную за меньший период, или же составляет частный прогноз ожидаемой прибыли в следующем году. Целью любого исторического анализа, однако, является обоснование разумных прогнозов будущего развития бизнеса.

История — это окно, через которое оценщики смотрят в будущее. Мы не должны забывать, что вид из разных окон может быть неодинаковым. Некоторые окна были помыты недавно и потому дают ясную картину. Другие — затенены, закрашены или вовсе грязные. И через некоторые окна вообще ничего не видно. Оценщики должны выносить разумные суждения о том, какое будущее ожидает оцениваемые компании. И эти суждения часто могут быть проверены и оценены в свете недавней истории самих этих компаний.

Модель Гордона подчеркивает прогнозную природу оценки стоимости бизнеса. Тем не менее Принцип ожиданий — один из наиболее сложных для начинающих (и даже опытных) оценщиков с точки зрения его применения на практике.

Гипотеза эффективного рынка предполагает, что в целом информация, которая известна о компании (и образует основу для суждений о ее будущем развитии), воплощается рынком в сегодняшней цене акций этой компании. Конечно, при рассмотрении этой информации учитываются ожидания относительно развития той отрасли, к которой принадлежит данная компания, а также относительно общих экономических условий. Иными словами, рынок оценивает ожидаемые будущие достижения компании в свете согласованной оценки рисков для ценной бумаги и сдвигает цену акций, чтобы уравнять эти ожидаемые достижения с ожидаемыми рисками компании.

Принцип ожиданий предполагает, что участники мира стоимости должны иметь дело с неопределенностью. Помимо всего прочего, будущее становится нам известно только после того, как оно приходит, но тогда оно уже не будущее.

Отдельная вставка к этому краткому обсуждению роли ожиданий в оценке стоимости бизнеса посвящена использованию нереалистичных ожиданий. Одна из наиболее распространенных проблем, наблюдаемых сегодня в отчетах об оценке, связана с использованием прогнозов показателей прибыли, которые не имеют никакого или почти никакого сходства с подобными показателями прошлых лет. Эти прогнозы часто не содержат никакого объяснения, почему те розовые очки, через которые смотрят на бизнес, отражают реалистичные ожидания будущего этого бизнеса. Подобные прогнозы настолько широко распространены, что получили даже название «прогнозы хоккейной клюшки» (hockey-stick projections).

Много лет назад в рамках одного судебного процесса меня спросили, как у банка, сегодня получающего низкие прибыли, может оправдаться прогноз в отношении роста собственного текущего капитала на пять лет вперед; этот план был составлен менеджерами банка. Адвокат, дававший показания, обвинил меня в том, что я «нереалистично» опирался на этот план роста капитала, подготовленный его клиентом для отчета перед регулирующим органом в нормальных условиях развития бизнеса. Может ли какой-либо банк достигнуть результатов, предсказанных такой серией «прогнозов хоккейной клюшки»?

Я показал адвокату таблицу из нашего отчета, в которой сравнивались показатели компании за предыдущие пять лет с характеристиками ее прибыли и доходов, согласно плану роста капитала, составленному менеджерами банка. Из нее было ясно, что прогнозируемая доходность (по отношению к активам и к собственному капиталу) была в пределах тех показателей, которые были достигнуты банком за предшествующие пять лет, и ниже текущего уровня этих показателей группы аналогичных компаний. Принцип ожиданий свидетельствует, что сегодняшняя стоимость является функцией ожидаемых в будущем достижений. И ожидания, используемые нами в расчетах, сопоставляются с прошлыми результатами, с установленными планами и бизнес-планами менеджмента, а также с показателями аналогичных банков.

Оценщикам следует помнить, что каждая оценка действующего предприятия отражает, явно или неявно, прогнозы ожидаемых в будущем результатов. Если прогнозы, учитываемые при оценке, нереалистичны, то и оценочное заключение в конечном счете оказывается ошибочным.

Иногда ожидания носят двойственный характер. Допустим, либо осуществляется вариант А, либо осуществляется вариант Б. Если осуществляется вариант А, то рекомендуется один уровень цен компании. Если осуществляется вариант Б, то указывается совсем иной уровень цен для компании. Инвесторы управляются с потенциальными бинарными (или множественными) будущими результата-

ми, используя аппарат вероятностного анализа. При соответствующих обстоятельствах оценщики тоже могут использовать вероятностный анализ.

Рассмотрите следующий пример: реальный инвестор планирует вложить средства в компанию, которая намерена в течение года или около того предприиять первоначальное публичное размещение акций (IPO). В настоящее время собственный капитал неликвиден и обременен правом первого отказа (правом на получение первого предложения), принадлежащим акционерам и самой компании. Если IPO будет объявлено так, как предполагалось, это, скорее всего, даст сильный толчок к увеличению стоимости компании. В этом случае рассматриваемые акции будут легко продаваться на рынке, что образует потенциальные возможности для существенного выигрыша.

Однако если IPO не состоится, перспектива роста компании будет намного хуже, чем если бы IPO состоялось (поскольку ожидаемого вливания капитала в этом случае не произойдет). И инвестор понимает, что одна из причин, почему компании не стремятся стать публичными (открытыми), состоит в следующем: возникающие новые возможности не всегда оправдывают ожидания. Если компания не осуществляет IPO, инвестор встречается с возможно более длительным периодом владения акциями, прежде чем возникнут новые возможности для увеличения ликвидности акций. В такой ситуации стоимость акций будет существенно меньше, чем в случае, если бы публичное размещение акций состоялось.

Как должен поступать инвестор в том мире стоимости, в котором мы живем? Он делает наилучшее предположение о вероятностях благоприятных и неблагоприятных исходов. Решение принимается на уровне более высоком, чем складывающийся в сценарии без IPO, но существенно более низком, чем по сценарию, который предусматривает осуществление IPO. Почему? Потому, что инвесторы стремятся избегать риска и в соответствии с Принципом риска и вознаграждения могут требовать высокую, иногда даже слишком высокую цену за неизбежную неопределенность ситуации.

Инвестор из нашего условного примера принимает решение, основанное на доходности, скорректированной на степень вероятности исхода, пишет чек и действует дальше. Независимо от того, состоится ли вариант А (IPO) или вариант Б (IPO застряло на месте), окончательная доходность инвестиции определится только со временем.

В отличие от только что описанного инвестора, который должен рассчитывать свои шаги или рассчитывать уровень вознаграждения на основе условленной цены, оценщик стоимости бизнеса должен представить отчет. В подобной ситуации заключение отчета почти неизбежно будет ошибочным в том, что касается будущего, о котором всегда лучше все же судить задним числом. Если компания становится публичной, заключение об оценке может оказаться заниженным в отношении окончательной цены IPO. Если IPO окажется неудачным, то заключительная оценка отчета, в котором рассматривались благоприятные в этом отношении возможности, может показаться слишком высокой[8],

[8] Заметьте, что эти замечания справедливы даже в том случае, если более ранний (предварительный) отчет содержал как благоприятный, так и неблагоприятный сценарии, а также их вероятности для получения взвешенной оценки.

Оценщики бизнеса в подобных ситуациях должны постараться отразить ход мыслей инвесторов в мире стоимости, сделать соответствующие выводы и задокументировать их. Мы должны решать свои проблемы оценивания, опираясь на соответствующие организационные принципы, если мы хотим, чтобы наши выводы заслуживали доверия и имели потенциал для противостояния критическому анализу после того, как вероятностные суждения относительно будущего по прошествии времени будут разрешены.

S — Принцип здравого смысла, рациональности и согласованности (S — the Principle of Sanity, Rationality and Consistency)

Принцип здравого смысла мог бы именоваться Принципом рациональности, но это слово начинается с буквы R, а для нашего акронима требуется S. Слово sanity («здравый смысл») эту букву содержит.

Когда я обсуждаю с оценщиками вопрос о природе рынков ценных бумаг, многие слушатели сразу приводят мне массу примеров (условных или реальных) отхода от здравого смысла, рациональности и согласованности при принятии инвестиционных решений. Однако хотя эти исключения всегда представляют интерес, мы обсуждали в первую очередь вопрос о рациональности, лежащей в основе действия рынков в целом.

Ко многим неспособным вдуматься в суть дела инвесторам относится известная притча об инвестиции, которая «слишком хороша, чтобы быть правдой». Возможно, она действительно была слишком хороша, чтобы быть правдой. Под этим комментарием скрыто неявное сопоставление с альтернативными инвестициями, которые являются надежными, рациональными или совместимыми с нормальными ожиданиями.

Другие оценщики торопятся подчеркнуть, что рынки иногда ведут себя не вполне нормально или, как кажется, нерационально. Я использую комментарии оценщиков, чтобы показать, что многие из нас бывают поглощены обсуждениями исключений и не способны охватить всю сложную картину, которая появляется на публичных рынках ценных бумаг в целом. Если мы сумеем понять лежащие в основе всего рациональность или здравый смысл поведения рынков, то мы получим базу для объяснения или для осуществления попытки понимания кажущихся исключений.

Принцип здравого смысла применим как к оценщикам, так и к рынкам. Положение о доходах 59-60 в параграфе, предшествующем перечислению восьми факторов, которые указываются почти в каждом отчете об оценке, требует, чтобы оценщики использовали три дополнительных фактора — здравый смысл, информированное суждение и разумность (reasonableness). Мы называем восемь факторов «базовые факторы оценки». А менее известные факторы из Положения о доходах 59-60 — «критическая тройка» факторов оценки.

Принцип здравого смысла требует, чтобы оценщики изучали рынки, информация о которых используется ими в качестве точек отсчета (сравнимые предприятия или компании-аналоги). Они предполагают также, что оценочные заключения должны исходить из здравого смысла, быть рациональными, совместимыми с условиями и разумными.

В отчетах об оценке, которые готовит Mercer Capital, мы используем тесты на обоснованность, чтобы сравнивать наши выводы с подходящими альтернативными инвестициями или объяснять, почему мы убеждены, что наши выводы разумны. Другие оценщики называют использование того же процесса проверкой на здравый смысл. Читатели отчетов об оценке могут встретить такие проверки сделанных выводов на здравый смысл как в самих отчетах, так и в рамках основных этапов принятия критических инвестиционных решений.

Корзина, где собраны «гроздья»: Принцип знания (the Basket for Grapes: the Principle of Knowledge)

Организационные принципы дают нам замечательную возможность размышлять о мире стоимости. Стоимость бизнеса определяется как-никак внешними инвесторами (out there), которые либо имеют, либо ищут информацию применительно к своим потенциальным инвестициям. Разнообразные частицы собираемой информации составляют подобие мозаики. Когда их удается соединить в более или менее упорядоченную структуру, они образуют знание, необходимое для принятия инвестиционных решений относительно инвестиций и их будущих результатов в условиях неопределенности, с которой они встретятся.

С точки зрения оценщиков стоимости бизнеса, «гроздья» стоимости открывают множество путей, следуя по которым надо искать и добывать знания, необходимые для выработки и поддержки, а позднее — и для защиты оценочных заключений.

Знания добываются путем использования одного или большего числа компонентов, «гроздьев» стоимости или с помощью всей «грозди» целиком. Целью каждого оценочного исследования должно быть предоставление хорошо продуманных, хорошо обоснованных и хорошо сформулированных выводов о стоимости, на которые могут опираться в своих действиях клиенты и другие предполагаемые пользователи при решении обоснованных задач. Если уподобить достижение этих целей приготовлению вина, то «гроздья» стоимости будут его ингредиентами: если взять их в правильных пропорциях и выдержать нужный промежуток времени, может получиться отличное вино; если неправильно их использовать, то получится уксус.

Если довести эту аналогию до логического завершения, то знание — это полная корзина «гроздьев», которая позволяет оценщикам стоимости бизнеса превращать, казалось бы, разрозненные и не взаимосвязанные факты, обстоятельства и кусочки информации в согласованные, уместные оценочные суждения и обоснованные заключения.

Заключительные комментарии

Значение этих организационных принципов оценки стоимости бизнеса, суммированных в понятии «гроздья» стоимости, состоит в интегрированном уважении к ним со стороны оценщиков. В заключение прибавим несколько мыслей:

- **G — рост.** Изучайте перспективу бизнеса, а именно возможную динамику его прибыли и денежных потоков;
- **R — риск/вознаграждение.** Изучайте историю и природу бизнеса, чтобы выявить его индивидуальные характеристики с точки зрения рисков;
- **A — альтернативные инвестиции.** Сравнивайте оцениваемые частные компании с публично торгуемыми ценными бумагами или другими аналогичными инвестициями, поскольку они представляют вполне реальные альтернативы инвестирования[9]. Стоимость фирмы сегодня — это как инвестиции для гипотетических покупателей частных компаний или как инструменты для соизмерения контрольных трансакций;
- **P — приведенная стоимость (PV).** Общий знаменатель для сравнения альтернатив или конкурирующих инвестиций находится в результате анализа приведенной (текущей — PV) стоимости. Стоимость бизнеса сегодня — это текущая (PV) стоимость ожидаемых в будущем денежных потоков предприятия, дисконтированных к настоящему периоду времени по адекватной ставке дисконтирования. Оценка неликвидной доли в бизнесе — это ожидаемые будущие денежные потоки, отнесенные к этой доле (в контексте общей оценки стоимости предприятия), и дисконтированные применительно к настоящему времени по адекватной ставке дисконтирования;
- **E — ожидания.** Рыночная цена ценных бумаг компании основана на ожидаемых будущих выгодах. Основной вопрос оценки вовсе не таков: «Что вы сделали для меня в прошлом?» И даже не такой: «Чего я могу ожидать от вас сегодня?» Оценка заглядывает вперед и ждет, что даст будущее: «Чего я могу ожидать от вас завтра?»;
- **S — здравый смысл.** В основе функционирования рынка лежат здравый смысл, рациональность, разумность, что не всегда удается обнаружить. Оценщикам, которые ориентируются на исключения из правил, а не на лежащие в основании рынка логику и рациональность, грозят крупные искажения в оценках: либо недооценка, либо переоценка;
- Наконец, **знание**. Должно быть ясно, что решения в мире стоимости принимаются на основе доступных знаний о различных инвестициях.

Оценщики, которые хорошо разбираются в организационных принципах, или в «гроздьях» стоимости, имеют необходимую поддержку в процессе выработки обоснованных оценочных заключений. Адвокаты и иные консультанты

[9] Это положение Интегрированной теории подвергалось критической оценке со стороны нескольких специалистов по оценке. Они полагают, что неправомерно сопоставлять частные компании с публично торгуемыми ценными бумагами, поскольку «было бы ошибочным считать, что ценообразование публичных и частных компаний подчиняется одним и тем же законам». Неужели эти «специалисты» всерьез считают, что публичные компании — это предмет действия одних экономических законов, а частные компании находятся под воздействием совершенно иных законов? Мне такая классификация экономических законов представляется надуманной и нелепой. Мерсер, разумеется, совершенно правильно считает, что и те и другие компании находятся под влиянием одних и тех же закономерностей, потому-то и возможно сопоставление условий их развития. А в этом как раз одно из условий применения сравнительного подхода в оценке стоимости бизнеса (*Прим. научн. ред.*).

владельцев компаний, использующие «гроздья» стоимости в качестве рамок для дискуссии по разным вопросам оценки, легче и эффективнее приходят к общему мнению, согласованному заключению. По мере чтения книги станет яснее важность понимания организационных принципов оценки стоимости бизнеса и способности использовать их при выполнении заказов на оценку. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса, представленная в следующих главах книги, во многом опирается именно на эти принципы.

Как было отмечено во вставке в этой главе, мы до сих пор обсуждали мир стоимости. Мы делали только попутные замечания о справедливой рыночной стоимости и не касались других стандартов стоимости. Мир стоимости там, где эта стоимость и создается. На рынках ценных бумаг мы наблюдаем процессы принятия инвестиционных решений десятками тысяч фирм (бизнесов) и миллионами инвесторов.

Приложение 2-А

Кристаллизация принципов

В течение 1980-х годов я еще осознанно не формулировал организационные принципы, но они окончательно утвердились в моем сознании в те времена, когда я писал свои первые статьи об оценке стоимости бизнеса, опубликованные в 1988 и 1989 годах:

- «Неслучайные мысли относительно бизнеса оценки стоимости бизнеса» (Not So Random Thoughts Regarding the Business of Business Appraisal), Business Valuation Review, June 1988, pp. 62—63. Эту статью я писал в ответ на более раннюю статью Джона Эмори (John Emory), члена Американского общества оценщиков (автора Emory Restricted Stock Studies). В одном из публичных выступлений кто-то ее (мою статью) вскоре процитировал, назвав меня сторонником («другом») использования данных о публичных рынках в качестве ориентиров при оценке частных компаний. Виноват, каюсь...[11] В этой статье я говорил также о том, что оценщикам, при выборе ориентира для сопоставления, следует пересматривать свой прежний опыт, учитывая его совершенствование с течением времени. Эта статья воспроизведена в этой же главе, в приложении 2-Б[12];
- «Вопросы текущих оценок: методологические сопоставления от года к году» (Issues in Recurring Valuations: Methodological Comparisons from Year-to-Year). Письмо редактору Business Valuation Review, December 1988, pp. 172—173. В этой статье я доказывал, что оценщики должны быть последовательны и логичны при оценке стоимости компаний от года к году и что существенные изменения в методике расчетов не должны оставаться без объяснения. Мы понимали важность данной процедуры в результате нашей работы с такими клиентами, как Plumley Rubber Company и с растущим числом компаний ESOP, а также с другими клиентами, которые приходилось оценивать практически каждый год (или почти каждый год);
- «Скорректированная модель оценки капитальных активов для расчета ставок капитализации: расширение предыдущей кумулятивной ме-

[11] Однако такой подход вполне приемлем, когда мы применяем как прямые, так и косвенные сопоставления с открытыми рынками. Бывает, что к частной компании просто не удается подобрать на рынке нужную группу открытых предприятий-аналогов для сравнения.

[12] В начале 2004 года меня просили обновить статью «Неслучайные мысли» для Американского общества оценщиков. Текущие замечания тоже воспроизведены как часть приложения 2-Б.

тодики, основанной на модели оценки капитальных активов» (The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the Capital Asset Pricing Model), Business Valuation Review, December 1989, pp. 147—156. В этой статье, которую мы называем статьей об ACAPM, впервые была отчетливо, публично сформулирована мною методика использования модели оценки капитальных активов для разработки ставок капитализации при оценке частных компаний. Эта статья вводила понятие фундаментальной корректировки и предложила аналитический метод для определения ее размера на основе разницы между риском и ожидаемым ростом, между оцениваемым предприятием и группой сопоставимых компаний. Все организационные принципы присутствовали в статье об ACAPM либо в явной форме, либо имплицитно.

Приложение 2-Б

Неслучайные мысли относительно оценки стоимости бизнеса[13]

- Не существует такой вещи, как простая оценка.
- Правило бизнеса № 1: подготовьте предварительное соглашение об оценке для клиента для каждого оценочного исследования, указав, что предстоит оценить, на какую дату оценки, представьте цель оценки и размер оплаты услуг оценщика.
- Правило бизнеса № 2: Перечитывайте правило бизнеса № 1, пока оно не станет вашей второй натурой.
- Не существует такой вещи, как стоимость всего, что угодно. Оценка — это понятие порядка, связанное с другим понятием, а именно с понятием разумности. Опыт, возможно, приблизит ваши личные представления к упорядоченной разумности.
- Если вы начнете с разумных фактов и затем сделаете разумные предположения или утверждения, то есть надежда, что ваши выводы будут восприняты как разумные.
- Публичный рынок представляет множество конкретных рынков как точки отсчета для оценки стоимости закрытых компаний. Хорошо выполненное оценочное заключение обязательно будет связано с одним или, предпочтительно, несколькими подобными рынками.
- Обобщайте ваши оценочные заключения, выполненные для родственных компаний за определенное время. По мере роста вашего бизнеса внутренняя база данных станет вашим «мозгом» и будет автоматически проверять разумность принимаемых вами решений в различных ситуациях.
- Когда вы формируете отчет об оценке, имейте в виду, что в ситуации возможного судебного разбирательства каждое ваше слово будет предметом придирчивого анализа.
- Предостережение. Не играйте в компромиссы, подготавливая решения, которые выше или ниже того, что вы можете доказательно объяснить. Суды все больше отказываются от игры в «усреднение» и выбирают более убедительные оценочные заключения. Средняя из двух необоснованных мнений вовсе необязательно может представлять обоснованный результат.

[13] *Mercer Z.C.* Not so Random Thoughts Regarding the Business of Business Appraisal. — Business Valuation Review, Vol. 7, № 7, 1988. — PP. 62—63.

- Следствие. Старайтесь не уходить слишком далеко от разумных пределов. Если не отказываться от них, кто-то, безусловно, сочтет ваш результат не выходящим из ряда вон.
- Чем сложнее соображения, лежащие в основе вашей оценки, тем меньше вероятности, что их поймут ваши оппоненты (судьи, члены судебного жюри, клиенты, представители Налогового ведомства и т.д.), тем больше будет с их стороны возражений и тем труднее вам будет отстаивать ваши выводы.
- Многие судебные прокуроры долго ведут перекрестный допрос. Обратите этот недостаток в свою пользу тем, что хорошо подготовьтесь и будете готовы доказывать и еще раз доказывать при любом удобном случае общую правоту ваших заключений.
- Никогда не пугайтесь прокуроров, ведущих перекрестный допрос. Многие хорошие прокуроры искусно задают вопросы таким образом, чтобы получать ответы «да» или «нет», которые, очевидно, могут нанести вам вред. Вы всегда имеете право объяснить свой ответ. Не беспокойтесь по поводу неудобных ответов «да» или «нет». Сопровождайте свои высказывания четко сформулированными и доказательными объяснениями.
- Оценки стоимости компаний, находящихся в собственности самих работников (ESOP), существенно сложнее, чем это, по-видимому, представляется многим оценщикам. Вы должны быть уверены, что хорошо понимаете ситуацию, трансакции, связанные с акциями, и последствия этих трансакций до того, как вынесете совокупное суждение об оценке стоимости подобных компаний.
- Имея дело с владельцами контрольного пакета, которые продают акции структуре ESOP, вспомните различие между оценкой миноритарного пакета ESOP и оценкой контрольного пакета и знайте, какая из них применима в данных условиях.
- Помните, когда вы оцениваете компанию для ESOP в первый раз, что вам предстоит оценивать ее в следующем году, и еще через год, и еще... Ваш профессиональный долг — все это время соблюдать обоснованность, последовательность, объективность расчетов, а также сохранять ваших клиентов.
- Остерегайтесь оценщика, который бахвалится тем, сколько он защитил оценок, связанных с налогообложением. Главная задача в подобных случаях состоит в том, чтобы Налоговое ведомство спокойно согласилось с проведенной вами оценкой.
- Несмотря на увещевания об обратном, клиенты почти всегда говорят, какую оценку им хотелось бы услышать. Иногда они бывают откровенны, иногда хитрят. Иногда они бывают благоразумны. Несмотря на все это, ваша оценка должна быть именно вашей оценкой. Вы не можете удовлетворить каждого клиента и при этом сохранить свою независимость. От того, как вы делаете свое дело, и от разумности вашего подхода зависит, сумеете ли вы сохранить свою независимость, клиентуру или и то, и другое.

- Лучшее определение независимости состоит в том, чтобы иметь много клиентов, да так, чтобы ни один из них не составлял существенную часть вашего бизнеса.
- Время от времени перечитывайте Положение о доходах 59-60. Возможно, вы многому будете удивляться.
- При оценке финансовых институтов никогда не смешивайте банк и банковскую холдинговую компанию.
- Сделайте привычкой регулярное обращение к прошлому и перечитывайте свои старые оценочные отчеты, если вы нуждаетесь в предметном уроке скромности.

Приложение 2-В

Неслучайные мысли о бизнесе оценки стоимости бизнеса (издание 2004 года)[14]

Джон Эмори (John Emory) и я увлекались «неслучайными мыслями» о бизнесе оценки стоимости бизнеса в 1988 году. Для тех, кто пришел в эту область деятельности позднее, представим картину мира, в котором мы жили в 1988 году:

- Использование компьютеров только-только начиналось. Мы имели их, но они были не очень надежны. Компания Mercer Capital имела только один компьютер с накопителем на жестком диске — это была привлекательное устройство Compaq с постоянной памятью 5 MB, которая нам тогда казалась колоссальной по своим возможностям!
- Сети в большинстве контор оценщиков требовали следующего: сохрани текст на гибком диске и неси его бегом на другую машину — вы их знаете, эти гибкие, гибкие диски!
- Факсы были далеко не везде. Как раз в том году (1988 год) компания Federal Express потерпела крупную неудачу с ZapMail, тогдашней службой, которая передавала факсимильные изображения между принадлежавшими этой компании пунктами и использовала возможности доставки информации на местные рынки. Так что понятие «пришли мне факс» было тогда только в зародыше.
- Интернет тогда не существовал, по крайней мере, в коммерческом смысле, не было и электронной почты.
- Стандарты оценки Американского общества оценщиков не существовали, и Единые стандарты профессиональной практики оценки (USPAP) не оказывали или почти не оказывали влияния на оценочную деятельность.
- Схема уровней стоимости тогда не была опубликована, хотя ее компоненты были в целом известны.
- Было совершенно неясно, как рассчитывать ставки капитализации: используя так называемые кумулятивные методы или же скорректированную модель оценки капитальных активов ACAPM.

[14] *Mercer Z.C.* Not so Random Thoughts on the Business of Business Appraisal. — ASA BV Letter, Issue 8.15, April 14, 2004.

Сегодня на дворе 2004 год, 16 лет спустя, и многое, конечно, изменилось. Давайте же обсудим некоторые текущие «неслучайные мысли» через призму более чем 25-летнего опыта:

- Остановимся на профессиональных стандартах. Возьмите свои персональные, используемые вами сегодня экземпляры Единых стандартов профессиональной практики оценки (USPAP), Стандартов оценки стоимости бизнеса и Принципов оценочной практики с Этическим кодексом Американского общества оценщиков. Запомните следующее:

  — читайте эти документы регулярно;
  — оценивайте вашу собственную работу и соответствующие результаты этой работы в свете перечисленных стандартов;
  — заранее будьте готовы к тому дню, когда соблюдение этих стандартов в вашей работе станет предметом тщательной проверки.

- Помните: все, что вы делаете (или не делаете) в вашей профессиональной карьере, рано или поздно сформирует вашу профессиональную репутацию. *В профессиональной карьере не существует обходных путей* (курсив научн. ред.).
- Профессиональный рост состоит в учебе, которая не может закончиться даже тогда, когда вы попадаете в комфортную зону и поступаете так, как поступали раньше, «потому, что мы всегда так делали».
- Компьютеры — чудесная вещь, но они никогда не будут думать за вас.
- Каждое оценочное исследование начинайте с подробного анализа таблиц, представляющих прошлую деятельность оцениваемой компании. Как сказал однажды мне мой бывший босс, «говорите о числах, пока сами числа не станут говорить вам». Спрашивайте, если замечаете какие-либо изменения. Не останавливайтесь, пока не поймете что к чему. Ваши оценки — это прогнозы того, как пойдут дела или, точнее, как могут пойти дела в будущем. Прошлое компании открывает окно в ее сегодняшний день, и это позволяет оценщику заглядывать в ее будущее. Если окно грязное или, еще хуже, оно разбито и заложено чем-то, то будущее, конечно же, окажется в тумане.
- Одни оценщики любят судебные разбирательства, другие их ненавидят. Третьи любят ненавидеть их, и еще другим любовь к ним ненавистна. Несмотря на все это, если вы остаетесь в профессии оценщика длительное время, вы рано или поздно столкнетесь с проверкой вашей работы или с показаниями (экспертов), или же в суде, с отчетами других оценщиков, или с публикациями об оценочных исследованиях и о нанесенном ими ущербах. Надо всегда быть готовым ко всему этому.
- Почти каждое оценочное заключение в высшей степени чувствительно к тем или иным предпосылкам, заложенным при его определении. Таково условие нашей жизни. Оценщики должны хорошо осознавать эту чувствительность, может даже потребоваться предупредить о ней читателей отчета в соответствующих местах. Проверки чувствитель-

ности выводов к изменениям предпосылок могут быть полезны, поскольку они способны показать обоснованность предпосылок в свете соответствующей экономической действительности и меняющихся условий оценки.

- Различия в оценочных заключениях почти всегда вызываются различиями тех или иных предпосылок, конкретным выбором таких предпосылок из ограниченного их набора. Когда вы принимаете такие ключевые предпосылки в ваших оценочных исследованиях, вы должны быть уверены в каждом факте и в каждом доказательстве.
- Никогда не храните условия расчетов как бы в резерве. Они всегда должны быть на виду, чтобы все расчеты, безусловно, поддавались проверке и воспроизведению.
- В 1988 году я писал, что суды выбираются из соломоновой проблемы «разделения ребенка» тем, что усредняют противоположные мнения оппонирующих сторон. Думаю, я тогда ошибался.
- Судя по тому, что было написано об оценщиках во многих судебных решениях, я полагаю, что многие судьи не очень-то уважают нашу профессию. Задача эксперта в деле об оценке состоит в том, чтобы представить свои независимые доказательства и выводы. Часто кажется, что судьи исходно предполагают, будто оценщики защищают позиции соответствующих сторон. Может быть, из-за этого так распространены случаи «разделения ребенка».
- Эталонный анализ, основанный на использовании средних величин из анализа стоимости ограниченных акций (restricted stocks) или из исследований стоимости акций до IPO, погибает в Налоговом суде. Так оно и должно быть. Сравнения со средними по исследованию или попытки использовать весьма бедную базу данных по сделкам с ограниченными акциями только случайно могут представить характеристики скидки на недостаточную ликвидность, и это не очень-то хорошо[15].
- Оценщики должны уделить столько же усилий, энергии и интеллекта вопросам оценки неликвидных долей собственности, сколько они затрачивают на оценку стоимости самих предприятий.
- Информация, полученная после оценки, часто неправильно используется оценщиками и судами. При зафиксированной в отчете дате оценки будущее с течением времени становится все яснее и яснее. Закон Мерсера гласит: «Если информация, полученная после даты оценки, подтверждает мои оценочные выводы, ее не следует принимать во внимание; однако если не подтверждает, то ее учитывать необходимо!» Отсюда еще более важно, чтобы оценочные суждения всегда были хорошо обоснованными, хорошо представлены в отчете, их нужно

[15] Оценка скидок на низкую ликвидность по отношению к акциям непубличных (закрытых) компаний, как правило, основывается на двух видах эмпирических исследований. Это «исследования ограниченных акций... выпущенных в частное размещение; исследования о трансакциях внутри закрытых акционерных компаний, предваряющих начало публичного выпуска акций (IPO)» (*Фишман Дж. и др.* Руководство по оценке стоимости бизнеса. Перевод с англ. Л.И. Лопатникова, научн. ред. В.М. Рутгайзер. — М.: Квинто-Консалтинг, 2000. — С. 291) (*Прим. научн. ред.*).

тщательно продумывать, они должны быть основаны на всем, что известно или должно быть известно на дату оценки.

- Электронная почта — чудесная вещь. Однако есть хорошее правило: никогда не посылайте по электронной почте ничего такого, чего бы вы не хотели объяснять когда-нибудь в будущем при возможном неблагоприятном стечении обстоятельств.
- Одна из трудных проблем, с которыми приходится сталкиваться в оценочной деятельности, — это двусмысленность. То, что мы видим, редко бывает таким однозначным, как многим хотелось бы. Доверие к нашим работам зависит от того, как мы разрешаем эти двусмысленности.
- Если вам заказывают независимую оценку стоимости, сделайте именно это. У клиентов возникают проблемы, и поэтому они приглашают нас. Но в тот момент, когда вы теряете свою независимость в этом деле, вы превращаете *проблему клиента в свою собственную* (курсив научн. ред.) и теряете способность помочь ее разрешению.
- Последние 25 лет бизнес по оценке стоимости бизнеса проявляет себя интеллектуально стимулирующим, увлекательным и благодарным делом. Я уверен, что ему уготовано еще более блестящее будущее.

Глава 3

Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

Введение

Эта глава представляет собой введение в Интегрированную теорию оценки стоимости бизнеса. Теория позволяет оценщикам стоимости бизнеса объяснять все денежные потоки предприятия — как агрегированные, так и частичные, которые можно отнести к той или иной доле собственности соответствующих владельцев. Это достигается гармонизацией модели Гордона (и — в неявной форме — модели дисконтированного денежного потока) с известной концепцией уровней стоимости бизнеса.

Более конкретно: Интегрированная теория использует модель Гордона для объяснения каждого уровня стоимости в контексте теории финансов и оценивания, а также для объяснения того, как могут складываться разные уровни стоимости. Интегрированная теория определяет, кроме того, концептуальные корректировки, позволяющие обеспечить переход от одного уровня стоимости к другому (премии за контроль, скидки на миноритарный характер доли собственности, скидки на недостаточную ликвидность) в терминах анализа дисконтированных денежных потоков, обобщенного моделью Гордона. Важно, что Интегрированная теория также описывает необходимые условия, при которых возникают подобные премии и скидки.

Часто задаваемые вопросы

Не на каждый вопрос, поставленный здесь, будет дан ответ (или уделено определенное внимание) в этой главе. Однако здесь, в главе 3, будут очерчены рамки для обсуждения подобных и иных, ориентированных на оценку стоимости бизнеса вопросов.

- Каков источник стоимости для доли собственности предприятия?
- Если стоимость миноритарной доли собственности меньше, чем ее пропорциональная доля в общей собственности предприятии, то что является причиной такого уменьшения стоимости?
- Каковы теоретические доводы в пользу существования премии за контроль?

- Когда речь идет о справедливой рыночной стоимости, должны ли премии за контроль автоматически применяться при обосновании показателей контрольной доли стоимости фирмы?
  - — Если применяется премия за контроль, то какого рода данные рынка должны использоваться для определения ее размера?
  - — Если премия за контроль нужна, то к какой оценочной базе она должна применяться?
  - — Как можно определить обоснованность премии за контроль?
  - — Определяют ли премии за контроль показатели стоимости или они только описывают результаты оценивания?
- Какие факторы вызывают необходимость установления премий за финансовый контроль?
- Какие факторы вызывают необходимость возникновения премий за стратегический контроль?
- Должен ли оценщик, применяя модель DCF, использовать премии за контроль при расчете стоимости контрольной доли собственности? Если да, то почему? И в каких случаях?
- Что означает термин «уровень стоимости реализуемой миноритарной доли собственности» в сопоставлении с показателями стоимости публичных ценных бумаг?
- Должен ли оценщик подвергать процедурам нормализации доходы при оценке миноритарных долей собственности?
  - — Что такое нормализационные корректировки?
  - — Какие виды нормализационных корректировок следует использовать?
  - — С какой целью делаются нормализационные корректировки?
  - — В чем различие между нормализационными корректировками и корректировками, учитывающими степень контроля?
- Должны ли оценщики, используя мультипликаторы сравнимых публичных компаний, применять премии за контроль к рассчитываемым показателям стоимости ликвидной миноритарной доли собственности?
- Применимы ли скидки на недостаточную ликвидность к 100-процентной контрольной доле собственности компании?
- Какие экономические факторы увеличивают скидку на недостаточную ликвидность?
- Могут ли быть следующие явления объяснены в рамках представления об уровнях стоимости?
  - — Существование премий за контроль при продаже публичных компаний.
  - — Большинство публичных компаний никогда не продаются.
  - — Неликвидные миноритарные доли собственности часто продаются по стоимости меньшей, чем их пропорциональная доля в общей стоимости предприятия.

— Частные компании (акции которых не котируются на открытом рынке ценных бумаг) часто продаются дешевле, чем это вытекало бы из мультипликаторов публичных компаний той же отраслевой принадлежности.
— За одну и ту же компанию стратегические покупатели (strategic buyers) могут заплатить больше, чем покупатели, исходящие только из финансовых измерений (financial buyers).
— Финансовые покупатели могут перебить цену у стратегических покупателей, когда речь идет о приобретении той или иной конкретной компании.

- Каковы сходства и различия между скидкой для ограниченного собственного капитала, наблюдаемой в случаях, когда компании эмитируют ограниченные акции, и скидками на недостаточную ликвидность, применяемыми в отношении к миноритарным долям собственности частных компаний?
- Каково отиошение между стандартом справедливой рыночной (FMV) стоимости и стратегически контрольным уровнем стоимости (strategic control level of value)?
- Почему при оценке ликвидных долей собственности частных компаний оценщики обычно начинают с определения оценок на уровне стоимости ликвидной миноритарной доли собственности?
- Почему понятие ожидаемого периода владения акциями (expected holding period) является неотъемлемым элементом процедуры оценки ликвидных миноритарных долей собственности предприятий?
- Как соотносятся ставки дисконтирования, применимые в отношении к миноритарным долям собственности предприятия, и ставки дисконтирования, относимые к предприятию в целом?

Модель Гордона

В главе 1 мы уже сообщили основную информацию о модели Гордона. Это модель однопериодной капитализации дохода, которая обобщает способы оценки стоимости ценных бумаг на открытых рынках. Модель Гордона была также показана как исходный пункт для обсуждения Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса:

$$V_0 = \frac{CF_1}{r - g} \qquad (3.1)$$

Модель Гордона определяет стоимость бизнеса или доли собственности как ожидаемый денежный поток следующего периода, деленный на адекватную норму капитализации (ставка дисконтирования за минусом ожидаемого темпа прироста соответствующего денежного потока). Как мы указывали, эта формула является обобщением метода дисконтированного денежного потока при следующих условиях:

- ожидается, что денежные потоки растут постоянным темпом g;
- все денежные потоки либо распределяются среди акционеров, либо реинвестируются в фирму исходя из ставки дисконтирования r.

Модель дисконтированного денежного потока, обобщенная моделью Гордона, является идеальной основой для Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса.

Ранние подходы к уровням стоимости

Так называемая схема уровней стоимости впервые появилась в литературе по вопросам оценивания примерно в 1990 году[1]. Однако основные понятия, вошедшие в схему, были еще раньше приняты оценщиками (и судами). Но и сейчас в литературе по вопросам оценки ведется оживленная дискуссия об уровнях стоимости. Она носит весьма общий характер, лишена сколько-нибудь убедительной логики или доказательств относительно того, какие факторы порождают различия в стоимости на каждом уровне.

Ранние схемы включали три концептуальных уровня стоимости, представленные на *рис. 3.1.* Эта схема столь важна для понимания оценочных понятий, что аналитики Mercer Capital, начиная примерно с 1992 года, стали включать ее практически в каждый отчет об оценке.

Мы, как и большинство оценщиков, признавали существование концептуальных корректировок, таких как премия за контроль, скидка на миноритарный (неконтрольный) характер доли собственности, скидка на недостаточную ликвидность. Мы опирались на очевидные рыночные явления, отталкиваясь от исследований, содействовавших установлению размеров премий (надбавок) за контроль (и скидок на миноритарный характер доли собственности). Мы опирались также на отдельные исследования исходных данных — на так называемые до-IPO исследования и на исследования ограниченных акций как на основу для определения скидок на недостаточную ликвидность. Оглядываясь назад, надо признать, что эта основа помешала нам тогда понять, на какой все же базе должны оцениваться и премии, и скидки[2].

---

[1] *Mercer Z.C.* Do Public Company (Minority) Transactions Yield Controlling Interest or Minority Interest Public Data? — Business Valuation Review, Vol. 9, № 4, 1990. Эта статья была написана в ответ на весьма глубокую статью Эрика Ната, опубликованную ранее в том же 1990 году. См.: *Nath E.W.* Control Premiums and Minority Interest Discounts in Private Companies. — Business Valuation Review, Vol. 4, № 2. См. также: *Zukin J.H.* Financial Valuation: Business and Business Interests. — New York: Maxwell MacMillan, 1990. — PP. 2—3. Хотя понятия уровней стоимости присутствовали в литературе уже ранее 1990 года, все же, насколько нам известно, схема уровней стоимости не публиковалась раньше статьи Мерсера 1990 года и работы Зукина, вышедшей в том же 1990 году.

[2] В начале 1990-х годов мы чувствовали себя все более некомфортно, применяя превалировавшую тогда методологию расчета скидок на недостаточную ликвидность. Количественная модель скидок на недостаточную ликвидность, основывающаяся на наших ранних разработках в области Интегрированной теории, впервые появилась в устных выступлениях в начале 1994 года и в книге 1997 года. См.: *Mercer Z.C.* Quantifying Marketability Discounts. — Memphis: Peabody Publishing, LP, 1997. Различные исследования, на которые делаются ссылки в этом параграфе, суммированы в главах 1—3 названной книги и кратко обсуждаются в приложении 7А к главе 7 данной книги.

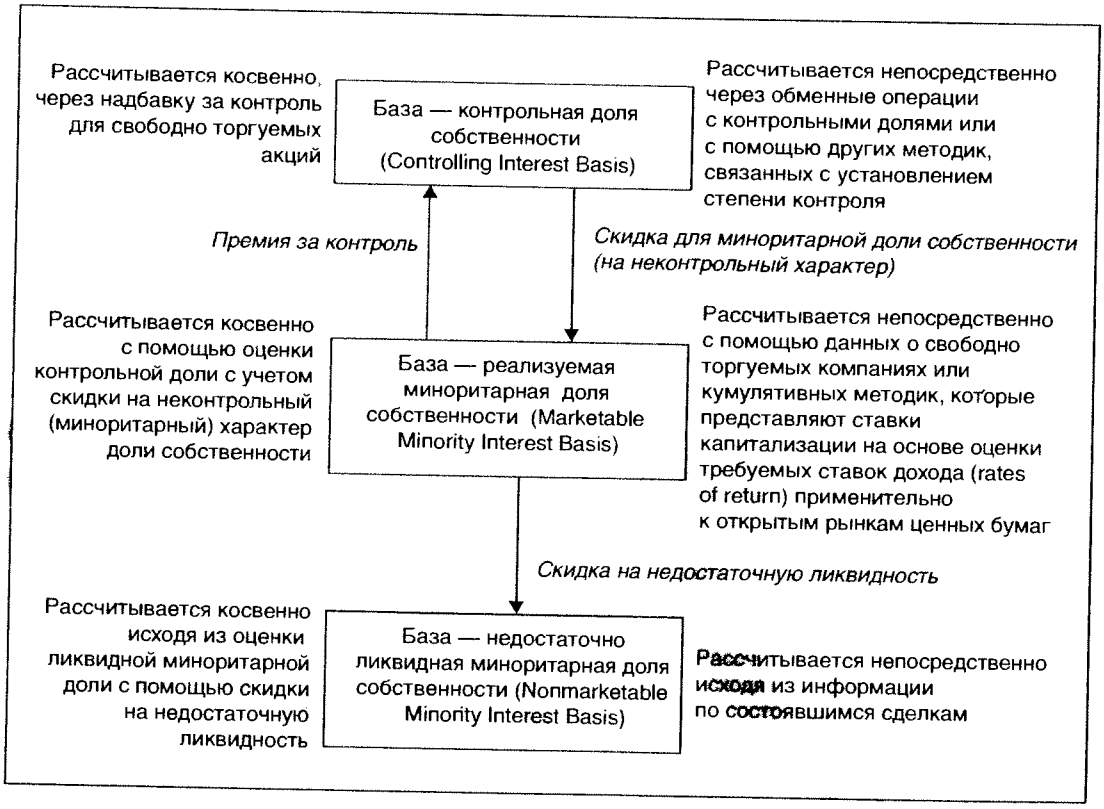


Рис. 3.1. Традиционная схема уровней стоимости

Задача этой главы состоит в том, чтобы соединить модель Гордона с тем, как рынки оценивают бизнес, и образовать концептуальные рамки для понятия уровней стоимости. Иными словами, эта глава вводит Интегрированную теорию оценки стоимости бизнеса, которая разработана для того, чтобы:

- обеспечить концептуальное описание каждого уровня стоимости в свете модели Гордона;
- использовать компоненты модели Гордона для определения концептуальных корректировок между уровнями стоимости — премии за контроль (и ее антипода — скидки на миноритарный характер доли собственности), а также скидки на недостаточную ликвидность;
- согласовать обоснованную Интегрированную модель оценки стоимости бизнеса с наблюдаемым ценовым поведением на рынке публичных ценных бумаг (уровень ликвидности миноритарной доли собственности), на рынке целых компаний (уровень стоимости, соответствующий контрольной доле собственности) и на рынке торговли недостаточно ликвидными миноритарными долями частных компаний (уровень стоимости, соответствующий не вполне ликвидным (illiquid) миноритарным долям собственности (the nonmarketable minority level of value)).

Имея эти задачи в виду, мы продолжим рассмотрение Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса.

Уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности

Модель Гордона дает краткое представление об оценке стоимости публичных ценных бумаг на уровне стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Для частных (закрытых) компаний она указывает тот же уровень стоимости (уровень «как если бы она свободно продавалась»). Разрабатывая Интегрированную теорию, мы использовали модель Гордона, чтобы анализировать, как соотносятся эти уровни стоимости между собой. Для этого мы ввели специальную символику, представляющую то, к какому уровню относится тот или иной элемент модели. Уравнение 3.2 вводит математическую формулу исходного уровня стоимости — стоимости ликвидной миноритарной доли собственности фирмы:

$$V_{mm} = \frac{CF_{emm}}{R_{mm} - G_{mm}} \qquad (3.2)$$

Мы только что определили уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности как исходный уровень стоимости. Уровень ликвидной миноритарной доли стоимости публичной компании-аналога — это исходная база, к которой для получения показателя стоимости контрольной доли учитывается премия за контроль, а для получения стоимости недостаточно ликвидной миноритарной доли собственности частной (непубличной) компании вычитается скидка на недостаточную ликвидность.

Уравнение 3.2 определяется следующим образом:

- V_{mm} — это стоимость собственного капитала компании, как публичной (открытой), так и частной (непубличной), на уровне стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Это исходная, наблюдаемая характеристика стоимости для публичных ценных бумаг. Для частных предприятий эта стоимость оценивается «как если бы компания свободно продавалась», то есть является гипотетической стоимостью. Она, по определению, не наблюдаема для недостаточно ликвидных долей собственности частных предприятий, поскольку в этом случае для их акций нет активных, публичных рынков. Оценщики рассчитывают показатели стоимости на уровне ликвидных долей собственности как первый шаг на пути к определению других уровней стоимости. Такие показатели стоимости рассчитываются либо с помощью прямого обращения к рынкам публичных ценных бумаг (используя метод сопоставимых публичных компаний-аналогов)[3], либо косвенно, применяя модель оценки капитальных активов CAPM или иные, главным образом кумулятивные методы[4];

[1] SVBS-1 The Guidline Public Company Method, ASA Business Valuation Standards. — Washington, DC: American Society of Appraisers, November 2005. — P. 32.

[2] См. в главе 6 подробности методики расчета ставки дисконтирования.

- $CF_{e(mm)}$ — это ожидаемый денежный поток предприятия на уровне ликвидной миноритарной доли собственности применительно к следующему периоду. Уровень денежного потока для ликвидной миноритарной доли собственности отражает нормализованные с точки зрения учета влияния необычных или неповторяющихся событий на доходы предприятия, имеющего обычную рыночную структуру расходов, во всяком случае, в том, что касается вознаграждения собственника или главного акционера компании[5]. Публичные компании стремятся ограничивать аппетиты акционеров нормализованной прибылью. Многие публичные компании, например, публикуют формальные показатели доходов или доходов после корректировок, учитывающих влияние необычных и неповторяющихся (а иногда и не таких уж неповторяющихся) условий. Более подробное обсуждение важности нормализации доходов (прибыли) при расчете показателей стоимости ликвидных миноритарных долей стоимости можно будет найти в главе 4. Интуитивно необходимость корректирования с учетом влияния необычных и неповторяющихся событий понятна. В главе 4 мы обсуждаем другие виды часто применяемых нормализационных корректировок (normali-zing adjustments) — корректировки, связанные с особыми вознаграждениями собственника или старших управляющих и добавками к вознаграждениям до их сложившего среднерыночного уровня. Сейчас мы только просим читателя учесть это предположение, а позднее, в главе 4, представим его более подробно;
- R_{mm} — ставка дисконтирования на уровне стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Хотя прямо ее обнаружить нельзя, ее можно выявить из практики образования цен на акции публичных компаний или путем оценки с помощью модели CAPM, а также иных моделей. Для непубличных компаний R_{mm} чаще всего определяется с применением нескольких кумулятивных подходов[6];
- G_{mm} — это ожидаемый темп прироста прибыли, генерируемой основным бизнесом предприятия при условии, что вся получаемая прибыль распределяется среди акционеров (или g_e из главы 1). Как было ранее показано, из-за эффекта сложных процентов при реинвестировании прибыли компания увеличивает отчетную прибыль (и стоимость) темпами (g^* из главы 1) более высокими, чем темпы роста в результате основного бизнеса компании. По причинам, обсуждавшимся в главе 1, G_{mm} не равна ожидаемому темпу прироста прибыли, публикуемому аналитиками публичных компаний. Для аналитиков $g(g^*)$ включает эффект сложных процентов реинвестирования денежных потоков в сравнении ожидаемым ростом прибыли.

---

[5] *Nath E.* Control Premiums and Minority Interest Discounts in Private Companies. — Business Valuation Review, Vol. 9, № 2, 1990. — PP. 39—46.

[6] *Mercer Z.C.* The adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the Capital Asset Pricing Model. — Business Valuation Review, Vol. 8, № 4, 1989. — PP. 147—156. Некоторые авторы проводят различие между ACAPM и кумулятивным методом, который идентичен ACAPM в том случае, если бета равна единице. Это различие носит искусственный характер, поскольку должно быть очевидно, что кумулятивный метод основан на модели оценки капитальных активов точно так же, как на ней основана модель ACAPM. Более детальное обсуждение вопроса о ставках дисконтирования см. в главе 6.

Теперь можем приступить к соединению математических понятий оценочной теории со схемой концептуальных уровней стоимости. Уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности есть та концептуальная стоимость, на основе которой определяются другие уровни стоимости. *Таблица 3.1* представляет математическое обоснование уровня стоимости ликвидной миноритарной доли.

Таблица 3.1. Математическое обоснование уровня стоимости, относящегося к ликвидной миноритарной доле собственности

	Математическое обоснование	Соотношения	Значение показателя стоимости
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm} - Div\ Yld$	V_{mm} — это отправная точка для установления других уровней стоимости

Мы ссылаемся на уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности как на уровень стоимости, относящийся к предприятию в целом. Дело в том, что $CF_{e(mm)}$ определяется нами как денежный поток предприятия[7]. Все акционеры компании открытого типа, владеющие как контрольной, так и миноритарными долями собственности, получают причитающиеся им выгоды от всех денежных потоков предприятия, поскольку они ежедневно капитализируются на открытых рынках ценных бумаг. Важность этого определения станет достаточно понятной, когда будут выстроены и остальные соотношения, связанные с другими концептуальными уровнями стоимости.

Мы строим Интегрированную теорию, отталкиваясь от основы, которая содержится в таблице 3.1 (а также исходя из более углубленного обсуждения модели дисконтированного денежного потока и модели Гордона в главе 1).

Нами проиллюстрировано концептуальное математическое обоснование обсуждаемого вопроса. В таблице 3.1 это математическое обоснование выражено с помощью известной модели Гордона, с добавленными обозначениями из уравнения 3.2. Мы будем предлагать вам далее в этой главе математическое обоснование для других уровней стоимости.

Следующий столбец назван «Соотношения». Здесь мы видим, что ожидаемый рост стоимости G_v равен ставке дисконтирования R_{mm} минус ожидаемая дивидендная доходность (вспомните уравнение 1.8). Разрабатывая другие уровни стоимости, мы проследим за тем, как будут меняться соотношения между ожидаемыми денежными потоками, риском, а также темпами роста.

[7] По мере продвижения вперед дискуссии об Интегрированной теории мы более содержательно обсудим вопрос о рыночной стоимости собственного капитала предприятия (бизнеса). Термин «стоимость предприятия» иногда относят к рыночной стоимости совокупного капитала данного бизнеса, включая собственный капитал и заемный капитал. Когда мы говорим об уровнях стоимости предприятия, мы имеем в виду показатели рыночной стоимости собственного капитала на каждом уровне стоимости, где собственный капитал определяется как функция денежного потока, адекватного собственному капиталу предприятия.

Заключительный столбец назван «Значение показателя стоимости». В таблице концептуальное математическое обоснование приводит к исходному уровню стоимости ликвидной миноритарной доли собственности V_{mm}. Стоимостной смысл других уровней стоимости будет изучаться в этом столбце в соотношении с V_{mm}.

Уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности — это тот уровень, к которому оценщики почти автоматически применяют премии за контроль, чтобы получить показатели стоимости контрольной доли собственности. Это также тот уровень, из которого оценщики вычитают скидку на недостаточную ликвидность, чтобы получить показатели стоимости для уровня стоимости неликвидных миноритарных долей собственности компаний (the nonmarketable minority level of value). Снова обратимся к рис. 3.1. Премия за контроль и скидка на недостаточную ликвидность — это концептуальные корректировки, позволяющие оценщикам согласовывать уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности с уровнем стоимости контрольной доли (премия за контроль) и с уровнем стоимости недостаточно ликвидной (nonmarketable) доли собственности (скидка на недостаточную ликвидность). Скидка на миноритарный характер доли собствеиности также связывает уровни стоимости контрольной доли и ликвидной миноритарной доли собствеиности.

Как ясно указывали Пратт, Рейли, Швейс (Pratt, Reilly, Schweihs) и другие, премии или скидки при оценивании не имеют смысла до тех пор, пока мы не будем понимать ту базу, к которой они применяются[8]. В Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности является отправной точкой для определения стоимости предприятия в целом.

В оценочной литературе, издававшейся вплоть до конца 1990 года, не содержится глубокого рассмотрения теоретических основ применения хорошо известных к тому времени концептуальных премий и скидок. Оценщики практически применяли премии за контроль, поскольку часто наблюдали их, когда публичные компании меняли своих владельцев. И скидки на недостаточную ликвидность оценщики применяли, поскольку видели, что пакеты ограниченных акций (restricted stocks) публичных компаний продавались по ценам, более низким, чем цены аналогичных пакетов свободно торгуемых акций. Только в последние годы оценщики начали понимать и формулировать, почему существуют премии за контроль и скидки к ценам ограниченных акций, и, следовательно, понимать теоретические основы их существования. Интегрированная теория отвечает на вопросы «почему» применительно к условиям использования общепринятых премий и скидок.

---

[8] *Pratt S.P., Reily R.F., Schweis R.P.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4th ed. — New York, NY: McGrow-Hill, 2000; *Pratt S.P., Reily R.F., Schweis R.P.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 3rd ed. — Chicago, IL: Irwin Professional Publishing, 1996; *Pratt S.P., Reily R.F., Schweis R.P.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 2nd ed. — Homewood, IL.: Dow Johnes-Irwin, 1988; *Pratt S.P., Reily R.F., Schweis R.P.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 1st ed. — Homewood, IL.: Dow Johnes-Irwin, 1981; *Mercer Z.C.* Valuation Overview, Valuing Financial Institutions. — Homewood, IL: Business One Irwin, 1992. — PP. 193—206.

Уровни стоимости, связанные с контролем

Существует широкое согласие в том, что существуют, по меньшей мере, два концептуальных уровня стоимости, которые выше уровня стоимости ликвидной миноритарной доли собственности в бизнесе:

- **финансовый контроль.** Первый уровень контроля показывает, сколько финансовый покупатель готов (и может быть, хочет) заплатить за контроль над бизнесом (приобретение контрольной доли акций компании). Финансовые покупатели приобретают компании, основываясь на учете их возможностей получать разумную (с их точки зрения) норму прибыли, часто при условии предполагаемых заимствований;
- **стратегический контроль.** Второй уровень контроля рассматривается как стратегический или синергический уровень стоимости. Стратегические покупатели могут (и должны) платить за компанию больше, чем финансовые покупатели, потому что они ожидают реализовать синергический эффект слияния (например, путем устранения дублирующих расходов или получения выгоды от продажи основного товара вместе с сопутствующими), который (эффект) приводит к увеличению будущих денежных потоков[9].

Возрастающее согласие по этому вопросу, поддержанное очевидными данными относительно сделок со сменой контроля над компаниями, привело к созданию схемы концептуальных уровней стоимости, состоящей не из трех, а из четырех уровней. Общее сравнение этих двух схем представлено на *рис. 3.2.* В дальнейшем, на рис. 3.3, эти сравнения будут дополнительно уточнены.

Левая часть рис. 3.2 отражает традиционную трехуровневую схему, включая концептуальную премию и соответствующие скидки, которые позволяют оценщику связывать эти три уровня между собой. Правая часть отражает расширенную, четырехуровневую схему. Заметьте, что «Премия за финансовый контроль» в правой части и «Премия за контроль» — в левой являются эквивалентными концептуальными премиями[10]. В результате скидки на неконтрольный характер миноритарной доли собственности, показанные в правой и левой частях рис. 3.2, — это одна и та же концептуальная скидка. Мы назвали концептуальную премию, обеспечивающую переход от стоимости финансового контроля к стоимости стратегического контроля «премией за стратегический кон-

[9] *Garber S.D.* Control vs. Acquisition Premiums: Is There a Difference? Presentation at the American Society of Appraisers International Appraisal Conference. — Maui, HI, June 23, 1998; *Mercer Z.C.* A Brief Review of Control Premiums and Minority Interest Discounts. The Journal of Business Valuation. —Toronto: Carswell Thomas, 1997; *Lee M.M.* Premiums and Discounts for the Valuation of Closely Held Companies: The Need for Specific Economic Analysis. — Shannon Pratt's Business Valuation Update, August 2001.

[10] Это вытекает из общего представления о том, справедливая рыночная стоимость (FMV) — это финансовое понятие, основанное на гипотетических торговых переговорах между гипотетическими потенциальными покупателями и продавцами, а премия за стратегический контроль отражает соображения конкретного покупателя, который выигрывает от конкретной синергии или осуществления определенной стратегии. Уровень стратегического управления может оказаться приемлемым уровнем справедливой рыночной стоимости, если обычными покупателями являются стратегические покупатели. Такая ситуация часто возникала за последние десятилетия в связи с консолидациями в банковской отрасли и в ряде других консолидирующихся отраслей.

троль»[11]. Заметьте, что пока не существует общепринятого нового термина для концептуальной скидки, которую можно использовать для уменьшения уровня стоимости, соответствующего стратегическому контролю до уровня стоимости, адекватного финансовому контролю. Далее заметьте, что эта концептуальная скидка не является скидкой на миноритарную долю собственности, такого рода скидка соответствует переходу от уровня стоимости, относящегося к финансовому контролю, к уровню стоимости ликвидной доли собственности.

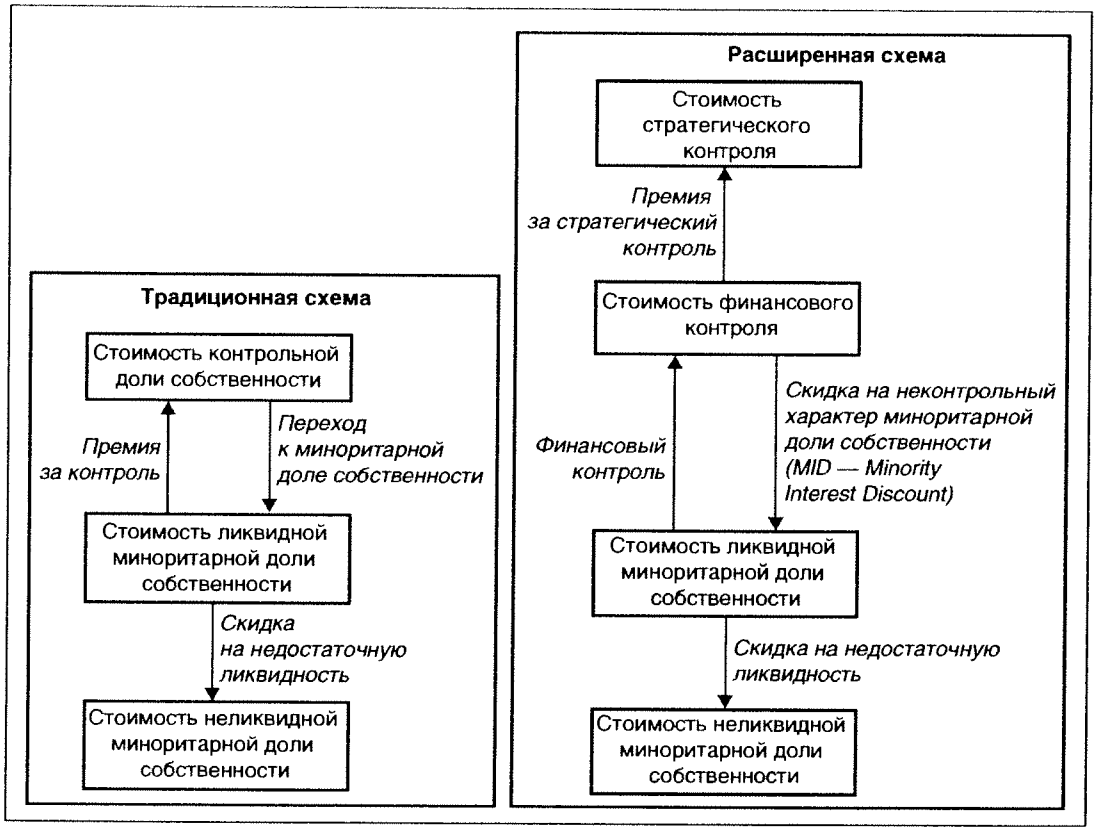


Рис. 3.2. Традиционная и расширенная схемы уровней стоимости бизнеса

[11] *Pratt S.P., Reily R.F., Schweis R.P.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 4th ed. — New York, NY: McGrow-Hill, 2000. Заметьте, что премия за стратегический контроль в их книге (p. 347) названа стратегической премией приобретения. Авторы так пишут об их схеме: «Диаграмма, представленная в таблице 15-1, отражает стоимостное влияние на контрольные характеристики доли собственности по сравнению с неконтрольной ситуацией для акционеров, которая рассматривалась в главе 16. Эта схема обычно должна представлять *справедливую рыночную стоимость как стандарт стоимости для действующего предприятия*. В некоторых случаях может возникнуть и другой пласт стоимости, который будет отражать синергические эффекты приобретения (оцениваемого объекта) третьей стороной (в качестве примеров: сокращение общих накладных расходов в результате консолидации; рост цен благодаря сокращению конкуренции). Пока не существует широко распространенного термина для обозначения подобного дополнительного пласта ценовой премии сверх справедливой рыночной стоимости для действующего предприятия. Однако эта ценовая премия (надбавка к цене), объединяемая с премией за контрольную долю собственности, иногда носит название *премии приобретения*. Стандарт стоимости, отражающий эти синергические эффекты, обычно можно рассматривать как *инвестиционную стоимость*. Дело в том, что она отражает стоимость для *конкретного покупателя*, обычно называемого *синергическим покупателем*, а не стоимость для гипотетического потенциального покупателя. Этот гипотетический обычный потенциальный покупатель приобретает оцениваемую компанию только за ее финансовые достоинства, и обычно его называют *финансовым покупателем*» (курсив авторов).

Если мы перейдем от уровня ликвидной миноритарной доли собственности к уровням стоимости, соответствующим финансовому контролю и стратегическому контролю, то увидим, что, вполне возможно, владелец контрольного пакета внесет коррективы в показатели ожидаемых денежных потоков, учитывая возможность более эффективного ведения бизнеса (финансовый контроль) или иного ведения дел предприятия (стратегический контроль). Такие корректировки контроля могут привести к повышению показателей стоимости, если они будут нормально согласованы между гипотетическими (или реальными) покупателями и продавцами. Иными словами, с концептуальной точки зрения корректировки, связанные с финансовым контролем, — это такие уточнения, которые, если их применяют, способны увеличивать денежные потоки предприятия сверх нормализованного уровня, обычного для ликвидной миноритарной доли собственности. Как показывает рис. 3.2, объемы ожидаемых денежных потоков предприятия с точки зрения контроля — или покупателя финансового контроля, или покупателя стратегического контроля — может быть больше нормализованного объема ожидаемых денежных потоков предприятия.

Тщательное изучение данных о премиях за контроль (или за приобретение) показывает, что такие премии часто возникают при сделках, мотивированных стратегическими или синергическими соображениями. Следовательно, имеющаяся информация о премиях за контроль часто отражает некую комбинацию финансовой премии за контроль и премии за стратегический контроль (см. таблицу 3.1)[12]. Из этого наблюдения вытекают следующие выводы[13]:

- использование исследований реальных премий за контроль в качестве базы для определения скидок на неконтрольный характер миноритарных долей собственности в контексте определения справедливой рыночной стоимости (FMV) некорректно, если не считать случаев, где стратегические инвесторы являются не исключением, а нормой. Недостоверность таких данных имеет тенденцию завышать размеры скидок для миноритарных долей собственности;
- примененные к оценкам стоимости финансового контроля такие скидки будут давать оценки стоимости бизнеса на уровне миноритарной доли собственности, но обычно несколько ниже этого уровня (причем без ясного концептуального определения);
- и наконец, применение стандартной»скидки на недостаточную ликвидность к этой заниженной (и концептуально неопределенной) оценке будет выражаться в тенденции недооценки неликвидных миноритарных долей собственности в непубличных частных (private) компаниях.

[12] Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study. Эта работа доступна в печатном виде и на сайте *www.BVMarketData.com*.

[13] *Mercer Z.C.* Understanding and Quantifying Control Premiums: The Value of Control vs. Synergies or Strategic Advantages. The Journal of Business Valuation. — Toronto: Carswell Thomas, 1999. — PP. 31—54.

Уровень стоимости, соответствующий финансовому контролю

Теперь, исходя из представленного выше концептуального фона, мы можем обратиться к исследованию уровня стоимости, соответствующего контрольной доле собственности. Уравнение 3.3 демонстрирует математическое обоснование первого уровня такой стоимости — стоимости контрольной доли собственности в условиях финансового контроля. В уравнении 3.3 вводится вся система символов (знаков), которую мы будем использовать при обсуждении уровней стоимости в контексте Интегрированной теории (обозначения символов раскрываются ниже):

$$V_{e(c,f)} = \frac{CF_{e(c,f)}}{R_f - (G_{mm} + G_f)} \qquad (3.3)$$

Как и в случае с уровнем ликвидной миноритарной доли собственности, содержащиеся в уравнении 3.3 термины определяются следующим образом:

- $V_{e(c,f)}$ — это стоимость собственного капитала предприятия в целом с точки зрения покупателей, заинтересованных в финансовом контроле и не ожидающих достижения стратегических результатов, относящихся к стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Традиционно оценщики определяли уровень стоимости контрольной доли собственности в условиях финансового контроля двумя способами: прямым способом, то есть путем сравнения изменений в сделках с контрольными пакетами акций аналогичных компаний (метод сравнимых трансакций); косвенным способом, то есть путем применения премий за контроль — надбавок к показателям стоимости ликвидной миноритарной доли собственности;
- $CF_{e(c,f)}$ — это ожидаемый денежный поток предприятия с точки зрения финансового покупателя. Первый шаг в вычислении $CF_{e(c,f)}$ состоит в определении $CF_{e(mm)}$ путем нормализации потока прибыли, как это описано в главе 4. Заметьте, что нормализация прибылей — это не процесс управления, а процесс приравнивания доходов частной (непубличной) компании к их эквиваленту (как если бы компания была публичной)[14]. Второй шаг включает вынесение суждения о возможности покупателя контрольной доли увеличить поток доходов сверх уровня, обеспечиваемого нор-

[14] Вопрос о нормализации доходов более подробно обсуждается в главе 4. Однако нормализация представляет неотъемлемую часть оценивания публичных ценных бумаг (public securities pricing). Не так уж редко можно обнаружить компании с мультипликатором цена/прибыль заведомо более высоким, чем у группы аналогов для сравнения, если он базируется на анализе показателей прибыли за последние 12 месяцев, и все же с близкими к нему средними мультипликаторами применительно к показателям прибыли будущих лет. Исследования обычно выявляют необычные, неповторяющиеся элементы последнего истекшего периода, нормализуемого рынком, а также условия формирования цен на акции, основанные на ожиданиях более нормальных условий получения доходов в следующем году.

мализационным процессом. Это может включать оценку способности конкретного покупателя улучшить существующие элементы деятельности или более эффективно управлять покупаемой компанией. Однако, если нет конкурентов в покупке контрольного пакета, одиночный покупатель может и не захотеть делиться с продавцом выгодами от ожидаемых улучшений, связанных с увеличением денежного потока. В реальном мире в таких случаях стороны договариваются в ходе переговоров о пропорциях соответствующего разделения между ними этих выгод[15];

- R_f — это ставка дисконтирования на уровне стоимости доли собственности, обладающей финансовым контролем в компании. В реальном мире она может быть равна R_{mm}, как наблюдали многие авторы[16]. Хотя рыночные силы и стремятся уравнять R_f и R_{mm}, мы выделяем все же R_f, чтобы выявить возможные различия между их величинами. Поскольку покупатели финансового контроля предлагают цены в конкуренции с другими финансовыми или стратегическими покупателями, R_f могут упасть ниже R_{mm}. Некоторые покупатели могут сознательно занижать R_f, чтобы обеспечить заключение сделки, что может привести к завышеиной оценке объекта сделки. С другой стороны, спецификация R_{mm} большая, чем R_f, признает, что стоимость предприятия для финансовых покупателей контрольной доли может быть меньше, чем та, которая устанавливается на свободном рынке. На публичных рынках такой результат может возникнуть, когда спекулятивная торговля подталкивает цену акций вверх, и она оказывается выше стоимости финансового контроля. В контексте разных исследований премин за контроль, такая спецификация R_f объясняет возможное появление и отрицательной премин за контроль в отдельных случаях поглощения компаний или формирования цен приобретения, которые будут ниже заранее объявленных продажных цен предприятий-мишеней;
- $G_{mm} + G_f$ — это ожидаемый темп прироста доходов, как его видит покупатель финансового контроля. Первый фактор — это та же G_{mm}, которая фигурирует на уровне ликвидной миноритарной доли собственности. Второй фактор (G_f) — это тот дополнительный темп прироста, которого покупатель финансового контроля надеется добиться после сделки. Второй фактор не может применяться при определении стоимости предприятия по двум причинам: во-первых, далеко не все потенциальные покупатели могут надеяться на такое повышение темпов роста, а во-вторых, конкретный покупатель, знающий, как повысить темпы роста, может и не поделиться информацией об ожидаемых им выгодах в процессе переговоров[17]. Тем не менее этот компонент ожи-

[15] Заметьте, что переговоры между покупателями и продавцами касаются не ожидаемых денежных потоков после приобретения, а цены приобретения. Это говорит о том, что наблюдаемые выигрыши при переходах собственности не отражают ожидаемые изменения в денежных потоках, но только ту часть, в отношении которой велись переговоры и которая сохраняется за продавцами.

[16] *Pratt S.P.* Cost of Capital. — New York: John Wiley, 1998. — PP. 111—112.

[17] Мультипликаторы финансовых показателей в реальных переговорах могут и не пригодиться вообще для сопоставлений с подобными показателями, представленными другой стороной. Это связано с тем, что выгоды продавца все или в большей мере зависят от преимуществ, которые определяются возможным ростом компании, обосновываемым высшей оценкой G_f.

даемого роста должен быть выделен, чтобы можно было лучше понимать его рыночное поведение. Финансовые покупатели контрольной доли могут ожидать ускорения роста в результате лучшего управления доходами и расходами предприятия, более продуктивного использования мощностей, внедрения лучших технологических процессов и т.п. Заметьте, что в отличие от стратегических (синергических) возможностей перечисленные внутренние возможности не зависят от специфических комбинаций с другим бизнесом.

Теперь у нас есть концептуальная модель, описывающая уровень стоимости, соответствующий финансовому контролю. Она совместима с ранее специфицированной концептуальной моделью для уровня стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Отношение между двумя уровнями стоимости представлено в *таблице 3.2*.

Концептуальные различия между уровнями стоимости, соответствующими ликвидной миноритарной доле собственности и контрольной доле (в смысле финансового контроля), можно проследить, рассмотрев характеристики, представленные в таблице 3.2. Это рассмотрение свидетельствует о том, что премии за контроль, как и другие подобные корректировки, не возникают автоматически; они основываются на ожидаемых различиях в денежных потоках, рисках и/или темпах роста оцениваемого бизнеса. На основе анализа таблицы 3.2 выясняется, что стоимость финансового контроля превышает стоимость ликвидной миноритарной доли собственности, если, при прочих равных условиях, выполняется одно из трех следующих условий:

- $CF_{e(c,f)}$ больше, чем $CF_{e(mm)}$. Это справедливо, когда можно ожидать, что покупатель предприятия способен улучшить его работу (и разделить выгоды с продавцом). Заметьте, что $CF_{e(c,f)}$ не превзойдет $CF_{e(mm)}$, если собственники бизнеса получают к своему доходу доплату до среднерыночного уровня, о чем говорилось выше. Такие корректировки требовались нам, чтобы получить $CF_{e(mm)}$[18];
- G_f больше нуля. В случае если финансовый покупатель контрольной доли рассчитывает ускорить будущий рост денежных потоков (и собирается разделить соответствующую выгоду с продавцом), $V_{e(c,f)}$ может превысить V_{mm};
- R_f меньше, чем R_{mm}. В принципе R_f могла бы быть меньше или больше, чем R_{mm}. И то, и другое условие могут оказаться действительными для конкретного покупателя; однако похоже на то, что рыночные силы принудят сообщество покупателей ожидать доходность не выше R_{mm}; именно эта характеристика может быть подходящей ставкой дисконтирования. Спецификация R_f объясняет премию за финансовый контроль, которая может выплачиваться за предприятие на основе конку-

[18] Оценщики часто предполагают, что при оценке миноритарных долей собственности частных (непубличных) компаний корректировки не требуются из-за указанных выше рыночных надбавок к поступлениям и побочных доходов, поскольку миноритарные собственники не обладают властью менять денежные потоки. В предстоящем обсуждении вопроса о скидках на миноритарный характер доли собственности и обращении с нормализационными корректировками (в главе 4) мы покажем ошибочность таких широко распространенных рассуждений.

ренции между частными инвестиционными фондами (существующие в США и в других странах финансовые организации, бизнес которых состоит в покупке предприятий, осуществлении в них некоторых изменений и продаже по более высокой цене. — *Прим. перев.*). Такие фонды имеют возможность набавлять (bid up) цены, принимая более низкую доходность в отдельных сделках[19].

Таблица 3.2. Математическое обоснование уровня стоимости, относящегося к ликвидной миноритарной и финансово контрольной долям собственности

	Математическое обоснование	Соотношения	Значение показателей стоимости
Стоимость финансового контроля	$\frac{CF_{e(c,f)}}{R - [G_{mm} + G_f]}$	$CF_{e(c,f)} \geq CF_{e(mm)}$ $G_f \geq 0$ $R_f = R_{mm}$(+/- мал. величина)	$V_{e(c,f)} \geq V_{mm}$
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm} - \text{Div Yld}$	V_{mm} — это отправная точка для установления других уровней стоимости

Еще раз подчеркнем главную мысль этого анализа: премии за финансовый контроль не возникают автоматически. Продавцы имеют свою историю доходов (соответственно скорректированных), которая может составить основу для прогнозирования будущих денежных потоков. Покупатели могут извлекать для себя из этой истории выгоду и могут понимать возможность увеличения будущих денежных потоков. Любое различие в стоимости определяется тем, насколько сторговались покупатели и продавцы предприятий. Проводимый в Интегрированной теории стоимости бизнеса концептуальный анализ не предсказывает стоимость финансового контроля, но предоставляет словарный набор (vocabulary) для описания экономического поведения рациональных участников рынка. Интегрированная теория очерчивает также концептуальные и аналитические рамки, в пределах которых оценщики могут оценивать стоимость финансового (или стратегического) контроля в тех или иных ситуациях.

Премия за финансовый контроль

Здесь премия за контроль, относящаяся к цене, которую финансовый покупатель контрольной доли предприятия может уплатить за ликвидную миноритарную стоимость, может быть определена отличиями (от уровня ликвидной

[19] На самом деле финансовые покупатели явно конкурируют со стратегическими покупателями. См. «Изучение премий за контроль показывает снижение рыночных коэффициентов» (Control Premium Study Shows Decline in Market Multiples), Shannon Pratt's Business Valuation Update, October 2001, PP. 6—7. Такая возможность частных инвестиционных компаний завышать цены, по-видимому, коррелирует с объемом предназначенных к инвестированию фондов, находящихся в их распоряжении.

миноритарной доли собственности) ожидаемых денежных потоков, рисков и/или темпов роста:

$$CP_f = \frac{V_{e(c.f)} - V_{e(mm)}}{V_{e(mm)}} \qquad (3.4)$$

Уравнение 3.4 определяет премию за финансовый контроль как разницу в показателях стоимости, то есть между уровнями финансового контроля (над предприятием) и ликвидной миноритарной долей собственности. Далее последуют некоторые наблюдения относительно соотношений между стоимостями на уровнях ликвидной доли собственности и финансового контроля над предприятием в целом.

Применение премий за финансовый контроль должно быть ограничено ситуациями, в которых гипотетический потенциальный покупатель имеет основание ожидать:

- увеличения денежных потоков в сравнении с нормализованными денежными потоками предприятия;
- и/или увеличения ожидаемых темпов роста денежных потоков предприятия;
- и/или принятия условий доходности, меньшей, чем R_{mm};
- и он должен быть готов разделить с продавцом все или часть ожидаемых выгод от перечисленного.

При отсутствии любого из перечисленных условий стоимость финансового контроля ничем не будет отличаться от стоимости свободно торгуемой, ликвидной миноритарной доли собственности. Далее оценки, полученные методом применения мультипликаторов публичных компаний-аналогов в отношении к нормализованным доходам частных (непубличных) компаний, будут аппроксимацией оценок финансового контроля. Это предполагает, разумеется, что мультипликаторы публичных компаний должны быть тщательно скорректированы относительно фундаментальных различий в прогнозах (прежде всего рисков и темпов роста) между публичными компаниями-аналогами и оцениваемыми частными (непубличными) компаниями. Понятие фундаментальных корректировок и их роли в Интегрированной теории обсуждается в главе 5.

Очевидно, что премия за финансовый контроль — широкое понятие. Премия за финансовый контроль, которая может быть выплачена в связи с приобретением конкретного предприятия, может варьироваться между потенциальными покупателями в зависимости от соответствующих конкретных обстоятельств и занимаемых ими конкурентных позиций.

Мы прошли длинный путь для того, чтобы вернуться к сенсационному предположению Эрика Ната (Eric Nath), высказанному в 1990-е годы, о том, что рыночные мультипликаторы компаний-аналогов определяют стоимость контрольной доли собственности оцениваемой компании[20]. Достаточно сказать,

[20] *Nath E.* Control Premium and Minority Interest Discounts in Private Companies. — Business Valuation Review, Vol. 9, № 2, 1990. — PP. 39—46.

что многие оценщики сочли это наблюдение близким к ереси (short of heresy). Среди них был и Мерсер[21]! Интегрированная теория согласуется с позицией Ната о контрольных мультипликаторах, формирующихся на открытых рынках, для случаев, когда премия за финансовый контроль равна нулю.

Мы определили $V_{e(c,f)}$ с точки зрения покупателей финансового контроля. $V_{e(c,f)}$ устанавливает верхнюю границу цены при переговорах с продавцом данного предприятия (если только конкретный покупатель не надумает снизить ставку R_f). Чем больше положительная разница между $V_{e(c,f)}$ и $V_{e(mm)}$, тем больше потенциал заключения сделок. Наблюдение Ната состояло в том, что, учитывая относительно небольшое число сделок по поглощению компаний относительно общего количества публичных (открытых) компаний, в большинстве случаев различие должно быть равно нулю (или не настолько велико, чтобы вызвать интерес финансовых покупателей). Отсюда вытекает, что условия формирования цен на открытом рынке могут отражать цены как ликвидных миноритарных долей собственности, так и возможного приобретения финансового контроля. Среди оценщиков растет согласие в том, что существует разница между оценками финансового и стратегического контроля; растет также признание того, что премии за финансовый контроль, если они и существуют, все же, скорее всего, не так уж значительны по размерам.

Прерогативы контроля: введение в скидку за миноритарный (неконтрольный) характер доли собственности

Теперь мы обратимся к непосредственным следствиям анализа применения премии за финансовый контроль. Скидка на миноритарный характер доли собственности, необходимая для преобразования оценки стоимости приобретения финансового контроля в оценку ликвидной миноритарной доли в операционной компании (operating company), может быть равна нулю или весьма мала. Это заключение вытекает из обсуждения вопроса о концептуальных элементах премии за финансовый контроль.

Вне концептуальных рамок Интегрированной теории обоснование и установление премий за финансовый контроль и скидок на неконтрольный характер миноритарных долей собственности является сложной задачей. Посмотрим на дискуссию об оценке стоимости контроля в последнем издании книги Пратта, Рейли, Швейса (Pratt, Reilly, Schweihs). Многие оценщики цитируют перечень прерогатив контроля, который можно найти в каждом издании Пратта, Рейли, Швейса (равно как и в других книгах), доказывая необходимость применения существенных скидок на неконтрольный характер миноритарных

[21] *Mercer Z.C.* Do Public Company (Minority) Transactions Yield Controlling Interest or Minority Interest Pricing Data? — Business Valuation Revue, Vol. 9, № 2, 1990. — PP. 123—126. В этой статье Мерсер защищал способность мультипликаторов публичных компаний представлять показатели стоимости ликвидных миноритарных долей собственности. Точка зрения Ната согласуется с Интегрированной теорией при предпосылке, что покупателю финансового контроля недоступны никакие факторы, увеличивающие стоимость, и поэтому премия за финансовый контроль равна нулю. Мерсер, однако, не признавал возможности такого согласования в 1990 году.

долей собственности. Прерогативы контроля включают следующие односторонние возможности[22]:

- назначать или менять состав менеджмента;
- назначать или менять состав совета директоров;
- определять размеры вознаграждений и дополнительных доходов менеджеров;
- определять текущую производственную и стратегическую политику, менять направления развития бизнеса;
- осуществлять приобретение, аренду или ликвидацию активов бизнеса, включая установки, недвижимость и оборудование;
- выбирать поставщиков, продавцов и субподрядчиков, с которыми фирма должна вести дела и заключать контракты;
- вести переговоры и осуществлять поглощения и слияния;
- ликвидировать, распускать, продавать или рекапитализировать компанию;
- продавать или приобретать облигации казначейства;
- регистрировать акции компании для первоначального или вторичного публичного размещения;
- регистрировать долговые обязательства компании для их первоначального или вторичного публичного размещения;
- объявлять и выплачивать дивиденды — в деньгах или акциями;
- менять статьи устава компании и правила внутреннего распорядка;
- устанавливать размеры собственных вознаграждений (и дополнительных льгот) и размеры вознаграждений (и дополнительных льгот) основных сотрудников;
- выбирать предпринимателей, готовых к объединению, и вступать в соглашения о создании совместных предприятий и партнерств;
- решать, какие продукты или услуги должна производить компания, и утверждать цены на эти продукты и услуги;
- решать, какие рынки и территории должна обслуживать компания, вступать на выбранные рынки и прекращать обслуживание отдельных территорий;
- решать, какие категории потребителей должна обслуживать компания, а какие — нет;
- вступать во внутренние и международные соглашения по охране интеллектуальной собственности;
- блокировать любое из перечисленных выше действий.

Короче, обладатель контрольного пакета акций наделен всеми правами вести бизнес в интересах обладателя контрольного пакета акций. Оценщики (и суды) всегда считали, что покупатели контрольной доли собственности платят надбавку за перечисленные прерогативы контроля. Текст Пратта, Рейли и

[22] *Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P.* Valuing a Business, 4th ed. — New York: McGraw-Hill, 2000. — PP. 347—348. Указанный перечень постепенно расширяется от издания к изданию.

Швейса заключает представление перечня, который впервые появился в главе 15 «Премии за контроль и поглощение компаний» следующим комментарием: «Из приведенного перечня совершенно ясно, что владелец контрольной доли собственности предприятия пользуется рядом ценных прав, которыми не пользуется обладатель неконтрольной доли собственности»[23].

Авторы представляют две схемы уровней стоимости в одном и том же месте книги. Первая из них — трехуровневая — используется уже ряд лет в разных изданиях книги Valuing a Business и в других публикациях. Вторая — это модифицированная и расширенная четырехуровневая схема, представлена на рис. 3.2[24]. Другими словами, премия за контроль, которую мы видим в этой таблице, — это та же самая концептуальная премия, что и премия за финансовый контроль, обозначенная на рис. 3.2.

Мы скоро увидим, что процитированное утверждение может быть справедливым, если иметь в виду владельца контрольного пакета частной (непубличной) компании и владельца миноритарного (неконтрольного) пакета акций той же компании. Это утверждение, по-видимому, неверно (или не подходит к данному случаю), когда оно относится к менеджменту и советам директоров успешных публичных компаний и миноритарным владельцам свободно обращающихся на рынке пакетов акций тех же компаний.

Изучение математических выкладок, представленных в таблице 3.2, не дает оснований для непосредственных суждений о перечисленных выше прерогативах контроля. За что тогда, собственно говоря, платит покупатель контрольной доли собственности? Рассмотрим следующие выводы из таблицы 3.2, которая определяет премию за контроль.

Премия за финансовый контроль создается в результате любой разницы в величине денежных потоков или в темпах роста, которые покупатель финансового контроля пожелает включить в цену сделки. Другими словами, концептуальная модель предполагает, что покупатель контрольной доли будет готов уплатить цену за приобретаемый финансовый контроль, основывающуюся только на ожидании сравнительно большего денежного потока, чем прогнозировалось на уровне ликвидной миноритарной доли собственности.

Различные прерогативы контроля не имеют внутренней, собственной стоимости. Их стоимость зато проявляется в более благоприятных прогнозах относительно денежных потоков, темпов роста или рисков. Премии за контроль платятся за право вести предприятие иначе, чтобы достигать увеличения денежных потоков или повышения темпов роста. Цена платится за ожидаемые денежные потоки, а не за голые права или прерогативы.

Не существует такой конкретной части стоимости предприятия, которая была бы связана только с прерогативами контроля.

Мы делаем отсюда вывод, что покупатели контрольной доли повышают уровень денежного потока, соответствующего ликвидной миноритарной доли собственности, путем использования перечисленных прерогатив.

---

[23] Ibid, p. 349.

[24] Ibid, p. 347. См. также *Fishman J.E., Pratt S.P.* Guide to Business Valuations, 10th ed. — Fort Worth, TX: Practitioners Publishing Company, 2000. — P. 348. См. также *Mercer Z.C.* Understanding and Quantifying Control Premiums: The Value of Control vs. Synergies of Strategic Advantages. The Journal of Business Valuation. — Toronto: Carswell Thompson, 1999. — P. 51.

Мы говорили о том, что если покупатель финансового контроля не предполагает увеличить уровень или темпы роста денежных потоков, то и премия за финансовый контроль может быть равна нулю или, в крайнем случае, очень мала. Объяснение здесь достаточно просто. Выплатив существенную премию без надежды на увеличение денежных потоков, покупатель финансового контроля должен будет согласиться на существенно более низкую доходность.

Скидка на неконтрольную (миноритарную) долю собственности

Концептуальная разница между стоимостью финансового контроля и стоимостью ликвидной миноритарной доли собственности определяется премией за финансовый контроль (*см. рис. 3.2*). Если эта премия равна нулю (или весьма мала), то и скидка на неконтрольный характер миноритарной доли собственности весьма мала[25]. Некоторые наблюдения о соотношении уровней стоимости, соответствующих ликвидной миноритарной доли и финансово контрольной доли собственности, систематизированы ниже.

Миноритарные акционеры публичных компаний не обладают правами контроля, которыми наделены топ-менеджмент и Советы директоров компаний. Однако мы видели (на практике по Нату, а концептуально — в Интегрированной теории), что стоимость ликвидной миноритарной доли собственности и стоимость финансового контроля могли бы в большинстве публичных компаний аппроксимировать друг друга (быть мало различимыми). Помимо всего прочего, в ином случае были бы сильные финансовые стимулы для захвата многих публичных компаний. Но поскольку это случается не так часто, разумно предположить, что стоимость миноритарных долей собственности и финансово контрольных долей собственности для большинства публичных компаний не слишком отличаются друг от друга.

Вывод из всего сказанного состоит в том, что на самом деле не существует скидки на недостаток контроля (или она очень мала) применительно к условиям формирования цен на ценные бумаги (the pricing of public securities) на фондовых рынках. Это оправданно, потому что инвесторы на открытых рынках вкладывают деньги в акции не для того, чтобы заполучить контроль (сам по себе), они инвестируют в миноритарные пакеты акций компаний и ожидают того, что менеджмент будет управлять ими (компаниями) в интересах акционеров. В противном случае миноритарные акционеры будут осуществлять тот контроль, которым они на деле и обладают, — продавать свои акции, оказывая понижающее воздействие на рыночные цены фондового рынка, создавая тем самым возможности для захвата компании финансовыми покупателями.

Далее, давайте учтем, что на уровне ликвидной миноритарной доли собственности все ожидаемые денежные потоки публичных предприятий будут либо распределяться среди акционеров, либо реинвестированы в бизнес исходя

[25] Definitions, Business Valuation Standards. — Washington, D.C.: American Society of Appraisers, June 2005. — PP. 21—31. Эта скидка на недостаток контроля теоретически соответствует удалению премии за финансовый контроль.

из соответствующих ставок дисконтирования. Цены акций не снижаются, поскольку миноритарные акционеры не обладают контролем или не имеют прямого доступа к денежным потокам предприятия, зато миноритарные акционеры имеют доступ к выгодам рыночной капитализации всех ожидаемых денежных потоков в текущей рыночной цене акций. В любой момент миноритарный акционер публичного предприятия может выписать ордер на продажу и в течение трех дней выручить текущую рыночную стоимость своих акций.

Все приведенные доводы доказывают, что открытые рынки ценных бумаг устраняют если не все, то почти все скидки на недостаток контроля.

Из этих наблюдений логически вытекает, что если нет различий, определяемых денежными потоками, между стоимостью финансового контроля над предприятием и стоимостью его миноритарной доли собственности, то нет и скидки на неконтрольный характер последней, или эта скидка очень мала[26]. Дисциплина рынка заставляет большинство публичных компаний вести дело разумно, оптимизируя денежные потоки путем либо реинвестиций, либо распределения среди акционеров, добиваясь этим приемлемой доходности бизнеса для акционеров компании. Скидка на неконтрольный характер миноритарной доли собственности может существовать лишь в том случае, если типичный финансовый покупатель контрольной доли предполагает увеличить денежные потоки в сравнении с правильно нормализованным денежным потоком, характерным для уровня ликвидной миноритарной доли собственности[27].

Премия за финансовый контроль была определена в уравнении 3.4. Соответствующая скидка от стоимости финансового контроля до стоимости миноритарной доли (MID_F) определена в уравнении 3.5:

$$MID_F = \left(1 - \frac{V_{mm}}{V_{e(c,f)}}\right) \qquad (3.5)$$

До сих пор концептуальный анализ свидетельствовал, что рис. 3.2 требует модификации, чтобы отразить концептуальное отношение между уровнями финансового контроля и ликвидной миноритарной доли собственности (*рис. 3.3*).

Расширенная (модифицированная) схема, представленная на рис. 3.3, рисует нам существенно меньшую или отсутствующую вообще разницу между уровнями стоимости, относящимися к контрольной доле и к ликвидной миноритарной доле собственности, чем было предложено нашим анализом.

---

[26] Структура капитала может включать голосующие и неголосующие акции. Если голосование воспринимается как нечто, уменьшающее риск относительно неголосующих акций, то голосующие акции могут продаваться с небольшой наценкой (премией) к цене неголосующих акций. Можно сказать и иначе: неголосующие акции могут продаваться с небольшой скидкой по отношению к ценам голосующих акций.

[27] Эти выводы (замечания) относятся только к производственным компаниям. Вопрос об их распространении на организации холдингового типа нуждается в дальнейшем рассмотрении. Логика Интегрированной теории подсказывает, что особых причин делать крупные скидки для миноритарных пакетов акций, принадлежащих холдингам, не существует. На практике при оценке холдинговых компаний мы на протяжении нескольких лет применяли скидки к неконтрольным (миноритарным) пакетам акций в размере от 0 до 15%. Вопрос о скидках на неконтрольный характер доли собственности редко возникает при оценке производственных компаний, поскольку большинство оценочных методов, кроме сравнения с аналогичными сделками по купле-продаже целых компаний, позволяет выявить показатели стоимости на уровне ликвидной миноритарной доли собственности.

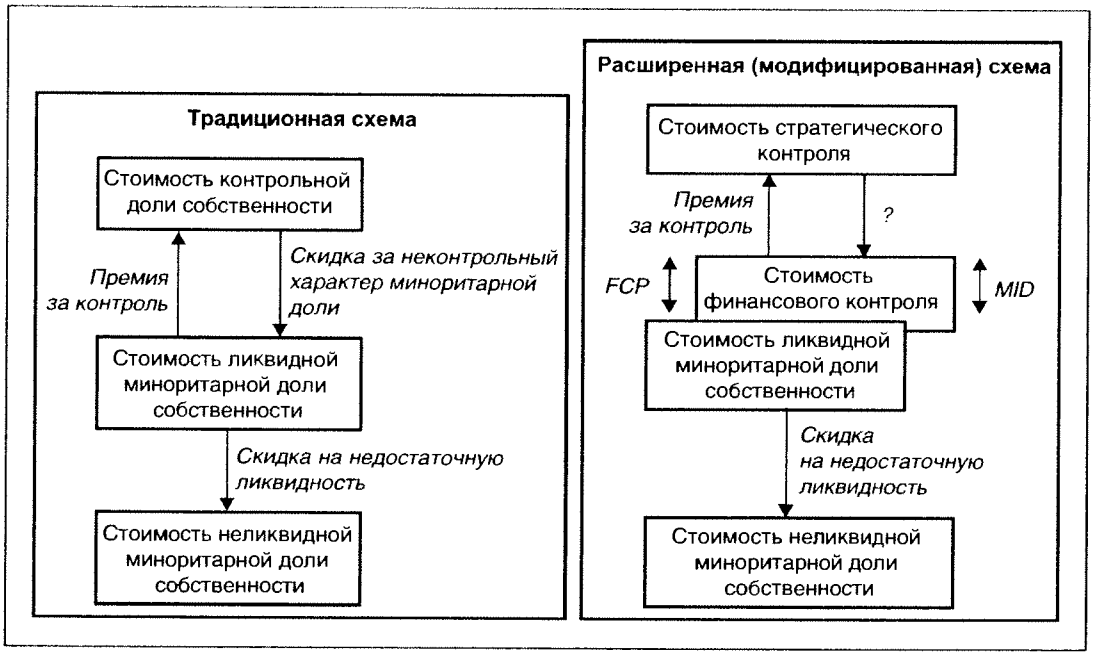


Рис. 3.3. Традиционная схема и расширенная (модифицированная) схема уровней стоимости

Условия стратегического контроля также будут представлены, чтобы завершить рассмотрение уровня предприятия до перехода к уровню акционера (стоимости неликвидной миноритарной доли собственности). Однако мы остановились на том, что могло бы быть существенным различием между уровнями предприятия и конкретного акционера. И нам представляется, что это различие относится скорее не к известным прерогативам контроля, а к недостаточной ликвидности акций миноритарного пакета.

Уровень стоимости, связанной со стратегическим контролем

Уравнение 3.6 вводит концептуальное математическое описания второго контрольного уровня стоимости — стоимости стратегического контроля:

$$V_{e(c,s)} = \frac{CF_{e(c,s)}}{R_s - (G_{num} + G_s)} \qquad (3.6)$$

Как и для других уровней, мы определяем члены уравнения 3.6:

- $V_{e(c,s)}$ — это стоимость собственного капитала предприятия с точки зрения стратегических покупателей контроля, рассчитывающих получить необычно высокие синергические или стратегические выгоды по сравнению со стоимостью финансового контроля (и стоимостью ликвидной миноритарной доли собственности). Как указывалось выше в ссылке

на книгу Пратта, Рейли и Швейса, стоимость стратегического контроля — это то, что воспринимается конкретными покупателями, а не типичными покупателями в контексте справедливой рыночной стоимости (FMV). Следовательно, $V_{e(c,s)}$ обычно бывает ближе к инвестиционной стоимости, чем к справедливой рыночной стоимости;

- $CF_{e(c,s)}$ — это денежный поток предприятия с точки зрения покупателей стратегического контроля. Если мы знаем $CF_{e(c,f)}$, то первый шаг вычисления $CF_{e(c,s)}$ заключается в нормализации доходов и получении $CF_{e(mm)}$. Дополнительные корректировки могут тогда отражать:
  - — улучшения, которые могут прогнозироваться типичными покупателями финансового контроля, полагающими, что они будут вести бизнес компании лучше (то есть получать более значительные $CF_{e(c,f)}$);
  - — ожидаемые синергические эффекты (обычно в смысле сокращения производственных затрат);
  - — и/или ожидаемые стратегические выгоды (например, от продажи больших объемов товара, чем это позволяли существовавшие распределительные каналы приобретаемого предприятия-мишени). Иными словами, покупатели стратегического контроля, в дополнение к ожиданиям более эффективного ведения бизнеса, могут принимать во внимание преимущества, вытекающие из добавления компании к существующему портфелю активов покупателя;
- R_s — это ставка дисконтирования для потенциальных стратегических покупателей. R_s может быть ниже, чем R_{mm} или R_f, по меньшей мере, по двум причинам. Во-первых, многие стратегические покупатели по размерам существенно больше тех малых публичных и частных (непубличных) компаний, которые они могут пожелать приобрести, и потому стоимость их капитала (процент на капитал) ниже, чем у их относительно меньших мишеней[28]. Во-вторых, другие стратегические приобретатели могут ожидать снижения делового риска в результате стратегического укрупнения компаний и потому согласиться на более низкую доходность;
- $G_{mm} + G_s$ — это ожидаемые темпы прироста доходов для стратегического покупателя контрольного пакета акций. Первый член — это тот самый G_{mm}, который мы видели на уровне ликвидной миноритарной доли собственности. Второй член — это дополнение к темпу прироста, которое, как полагает стратегический покупатель, может появиться в результате именно его действий. Иными словами, синергический эффект может быть установлен как на уровне денежного потока $CF_{e(c,s)}$, так и применительно к темпам прироста этих денежных потоков.

Теперь концептуальная модель включает уровень стоимости, соответствующий стратегическому контролю. Он строится на базе, создаваемой двумя другими уровнями предприятия, а именно ликвидной миноритарной доли собст-

[28] Используют ли стратегические покупатели выгоды, предоставляемые им более низкими процентами на капитал при стратегических приобретениях (поглощениях) — это другой вопрос. Однако если рынок состоит из многочисленных конкурирующих стратегических покупателей, то часть или вся эта выгода может быть передана продавцу.

венности и финансового контроля. Соотношения между этими тремя уровнями стоимости предприятия показаны в *таблице 3.3*.

Таблица 3.3. Математическое обоснование уровней стоимости предприятия

	Математическое обоснование	Соотношения	Значения показателей
Стоимость стратегического контроля	$\frac{CF_{e(c,s)}}{R_s - [G_{mm} + G_s]}$	$CF_{e(c,s)} \geq CF_{e(c,f)}$ $G_s \geq 0$ $R_s \leq R_{mm}$	$V_{e(c,s)} \geq V_{e(c,f)}$
Стоимость финансового контроля	$\frac{CF_{e(c,f)}}{R_f - [G_{mm} + G_f]}$	$CF_{e(c,f)} \geq CF_{e(mm)}$ $G_f \geq 0$ $R_f = R_{mm}$(+/- a little)	$V_{e(c,f)} \geq V_{mm}$
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm}$ - Div Yld	V_{mm} — это отправная точка для установления стоимости для других уровней стоимости

Стоимость стратегического контроля может быть больше стоимости финансового контроля в случае, если соблюдается одно или большее число перечисленных ниже условий:

- $CF_{e(c,s)}$ больше, чем $CF_{e(c,f)}$. Другими словами, стратегический покупатель предприятия надеется получить стратегические или синергические выгоды, недоступные для покупателя финансового контроля. Учтите, однако, что сам по себе стратегический покупатель не имеет стимулов платить больше, чем это необходимо, чтобы перебить цену у наиболее агрессивного финансового покупателя[29]. Иначе говоря, есть существенная разница между тем, сколько конкретный стратегический покупатель способен заплатить, и тем, сколько он готов заплатить за приобретение бизнеса целиком;
- G_s больше нуля. Если покупатель стратегического контроля рассчитывает увеличить будущие темпы роста денежных потоков (и готов поделиться частью соответствующих выгод с потенциальным продавцом), тогда стоимость может превысить уровни стоимости финансового контроля и ликвидной миноритарной доли собственности;
- R_s меньше, чем R_f. Если стратегический покупатель при определении цены приобретения принимает во внимание собственную ставку дисконтирования (стоимость капитала), которая может быть ниже, чем у предприятия-мишени, то стоимость стратегического контроля может оказаться больше, чем другие уровни стоимости предприятия.

[29] *Mr. Gilbert A.* Matthews (ASA), в настоящее время работающий в Sutter Securities, Inc. и долгие годы бывший инвестбанкиром в Bear, Stearns & Co, высказал это соображение много лет назад. Представленный здесь концептуальный анализ подтверждает справедливость его давних утверждений в контексте определения справедливой рыночной стоимости (FMV).

Если покупатель стратегического контроля готов принимать во внимание ожидаемый рост денежных потоков (как одноразовое увеличение денежного потока, так и возросшие темпы роста с этого нового уровня) и одновременно — собственную более низкую ставку дисконтирования, учитываемую при формировании цены приобретения, тогда $V_{e(s,c)}$ может быть существенно выше, чем V_{mm} или $V_{e(c,f)}$. Если достаточно значительное количество стратегических покупателей пытается заполучить то же самое (публичное или непубличное (частное)) предприятие, то стоимость стратегического контроля скорее всего достанется продавцу, и установление цен приобретения становится чем-то почти иррациональным (pricing can sometimes seem almost irrational)[30].

Критические выводы для корпоративных специалистов по финансам и управлению, членов Советов директоров

Эти замечания предназначены для специалистов по финансам и управлению, членов Советов директоров компаний, занимающихся приобретениями и ответственных за установление цен таких приобретений. Финансовая теория утверждает, что ставка дисконтирования в случаях приобретения компаний относится к инвестициям, а не к инвесторам. Стратегические покупатели, которые заменяют собственные ставки дисконтирования (R_e) ставками дисконтирования приобретаемых компаний (R_{mm} или R_f), могут переплатить за покупку в зависимости от связанного с ней риска. Такая переплата тем более возможна, если ожидаемые стратегические или синергические выгоды в смысле увеличения денежных потоков рассматриваются в моделях оценки приобретений через корректировки либо уровня, либо ожидаемого темпа роста денежных потоков приобретаемой компании. В таких случаях не остается никакого дополнительного вознаграждения за принятие операционных и исполнительских (то есть связанных с непосредственным осуществлением сделки) рисков получения ожидаемых выгод. Если исполнение сделки не вполне безупречно, то доходы акционеров могут пострадать.

Другими словами, стратегическим покупателям следует признать влияние ориентирования на использование собственных ставок дисконтирования (R_e) на оценку потенциальных приобретений. Покупатели, которые начинают переговоры на стратегическом уровне цен, поступаются своими интересами в пользу продавцов и принимают на себя будущие риски исполнения сделки (future execution risks) без адекватной компенсации.

[30] В устных выступлениях Мерсер часто говорил о том, что существуют три типа покупателей бизнеса: финансовые покупатели, стратегические покупатели и иррациональные покупатели. Чего ищет любой продавец — так это иррациональных покупателей. К сожалению, в тот момент, когда именно в них нуждаются, их нелегко найти. Однако справедливая рыночная стоимость (FMV) — понятие вполне рациональное, а не иррациональное. Оценщики должны иметь в виду эти понятия, определяя справедливую рыночную стоимость на уровне финансового контроля.

Премия за стратегический контроль

Теперь мы можем определить премию, которую стратегический покупатель может уплатить дополнительно по отношению к стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Мы определяем премию таким способом, поскольку, как представляется, нет рынка для стоимостей финансового контроля (кроме случаев, когда открытые компании продаются по своей (присущей им) стоимости финансового контроля)[31]. Заметьте, что эта премия включает любую премию за финансовый контроль, стратегический контроль и специфицирована в уравнении 3.7:

$$CP_s = \frac{V_{e(c.s)} - V_{e(mm)}}{V_{e(mm)}} \qquad (3.7)$$

Премия за стратегический контроль — это превышение стоимости стратегического контроля над стоимостью ликвидной миноритарной доли, выраженное в отношении к последней в процентах.

Премии за стратегический контроль существуют только в случае выполнения одного или большего числа условий из приводимых ниже характеристик:

- стратегический покупатель рассчитывает увеличить денежные потоки, генерируемые приобретенным бизнесом, по сравнению с нормализованным уровнем, характерным для ликвидной миноритарной доли собственности;
- стратегический покупатель готов согласиться на более низкую доходность приобретаемого бизнеса, чем доходность, присущая уровню ликвидной миноритарной доли собственности;
- имеется единственный мотивированный стратегический покупатель, который готов разделить с продавцом данного бизнеса часть ожидаемых синергических или стратегических выгод от сделки[32];
- имеется множество стратегических покупателей, конкурирующих между собой;
- в процессе торгов отмечены элементы как мотивированности, так и иррациональности (то есть те или иные отклонения от рациональных решений).

Для публичных компаний цены стратегического контроля устанавливаются в результате переговоров на базе стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. При сделках с частными (непубличными) компаниями обычно

[31] Мы можем наблюдать чистые цены частных (непубличных) компаний на рынках, однако невозможно представить стоимость ликвидной доли собственности, лежащей в основе этих цен, и потому существование каких-либо премий за контроль напрямую наблюдать тоже невозможно.

[32] Заметьте, что собственники, которых специально не заставляют продавать свой бизнес, могут извлечь в свою пользу часть потенциальной премии за стратегический контроль или же всю ее только в том случае, если есть лишь один стратегический покупатель и если этот покупатель достаточно мотивирован.

договариваются о цене непосредственно, так как в этом случае нет наблюдаемой свободно торгуемой собственности (то есть ликвидной миноритарной доли собственности), которая могла бы послужить основой расчета величины стратегической премии. Она же фиксируется в результате публичных торгов, связанных с куплей-продажей частей компании. Те же принципы проявляются, однако, и тогда, когда дело идет о продаже частных компаний не в условиях публичных торгов, а в результате индивидуальных договоренностей.

Разобравшись с премией за стратегический контроль, мы можем теперь кратко обсудить вопрос о скидке, которая сводит стоимость стратегического контроля к стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Заметьте, что на рис. 3.3 между уровнями стратегического контроля и ликвидной миноритарной доли собственности был проставлен вопросительный знак. Мы уже видели, что вопросительный знак — это не скидка на миноритарный характер доли собственности, которая связывает уровни стратегического контроля и ликвидной миноритарной доли, а лишь часть такой скидки. Она могла бы представлять скидку на миноритарный характер доли собственности только в том случае, если бы стратегические сделки были бы для данной отрасли нормой. Вместо того чтобы присваивать этой безымянной скидке «кличку» (moniker), мы оставляем ее оценщикам для дальнейших размышлений применительно к конкретным ситуациям оценивания.

Уровень стоимости для предприятия в целом в сопоставлении с уровнем стоимости для акционера

Итак, мы рассмотрели уровни стоимости применительно к предприятию в целом: ликвидной миноритарной доли собственности, финансового контроля, стратегического контроля. Эти концептуальные уровни называются уровнями стоимости предприятия, поскольку каждый из них определяется на основе (потенциально) различных рыночных восприятий и оценок тех денежных потоков, которые соответствуют собственному капиталу предприятия. Как показано на *рис. 3.4,* модель Гордона утверждает, что стоимость есть функция ожидаемых денежных потоков предприятия, которые могут быть либо распределены (среди акционеров), либо реинвестированы.

Четвертый концептуальный уровень стоимости — это уровень неликвидной миноритарной доли собственности. В противоположность уровню стоимости предприятия этот уровень мы называем уровнем стоимости для отдельно взятого акционера. Стоимость для акционера определяется на основе ожидания денежных потоков, обращенных к обладателю акций. Это важное различие, к сожалению, часто не замечается.

Много лет оценщики называли разницу между уровнями стоимости ликвидной миноритарной доли собственности и неликвидной миноритарной доли скидкой ликвидности или скидкой на недостаточную ликвидность. Скидка ликвидности определена в Стандартах оценки стоимости бизнеса Американского общества оценщиков (ASA) как «сумма или проценты, вычитаемые из

стоимости доли собственности, чтобы отразить относительное отсутствие возможности (этой доли) быть проданной»[33].

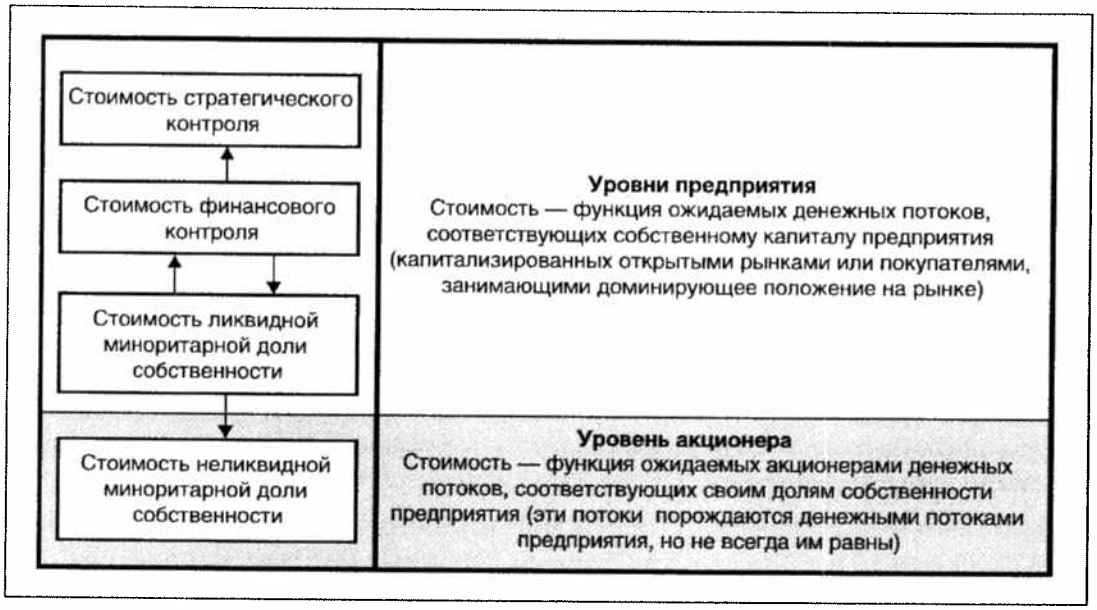


Рис. 3.4. Уровни стоимости предприятия (в целом) и акционеров

В 2001 году мы опубликовали статью, в которой рассматривались логические основы использования скидки на недостаточную ликвидность. Приводимый далее отрывок из нее сосредоточен на различии между стоимостями на уровнях предприятия и акционера[34]:

«В среде оценщиков существует почти полное согласие в том, что стоимость бизнеса (на уровне ликвидной миноритарной доли, из которой исходит большинство оценок) составляет текущую стоимость (PV) прогнозируемых будущих выгод, которые будут генерироваться данным бизнесом, и дисконтированных к настоящему времени по адекватной, скорректированной с учетом рисков ставке дисконтирования. Другими словами, стоимость бизнеса зависит от ожидаемых денежных потоков данного бизнеса (включая их ожидаемый рост), а также от рисков генерирования этих денежных потоков (рисков, которые проявляются в ставке дисконтирования).

Аналогично, неликвидная миноритарная доля собственности бизнеса — это финансовый актив, стоимость которого зависит от тех же факторов, которые определяют и стоимость бизнеса: от ожидаемых денежных потоков (включая их ожидаемый будущий рост) и от рисков генерирования этих денежных потоков (представленных в ставке дисконтирования).

Ожидаемые денежные потоки, на которые может рассчитывать обладатель неликвидной миноритарной доли собственности, имеют своим источником денежные потоки, генерируемые самим бизнесом. Денежные потоки, получаемые инвестором применительно к неликвидной миноритарной доле собствен-

[33] Ibid, p. 23.
[34] *Mercer Z.C., Harms T.W.* Marketability Discount Analysis at a Fork in the Road. — Business Valuation Review, Vol. 20, № 4, 2001. — PP. 21—22.

ности, могут быть меньше или равны, но не могут быть больше денежных потоков, генерируемых бизнесом в целом.

Поскольку денежные потоки, генерируемые бизнесом, являются источником денежных потоков инвестора неликвидной миноритарной доли собственности, то риски, с которыми он сталкивается, включают в себя и риск бизнеса, генерирующего эти денежные потоки, а также дополнительные риски, связанные с неликвидностью объекта данной инвестиции. Отсюда следует, что соответствующая ставка дисконтирования, представляющая воплощение совокупных рисков для целей оценивания, должна быть для инвестора, связанного с неликвидной миноритарной долей бизнеса, либо больше, либо равна, но не может быть меньше ставки дисконтирования, применяемой для оценки стоимости данного бизнеса в целом.

С точки зрения инвестора в неликвидную миноритарную долю бизнеса, это стечение обстоятельств (он не может получить все денежные потоки от бизнеса и сталкивается с дополнительными рисками, не зависящими от бизнеса) влечет за собой почти неотвратимый вывод о том, что его неликвидная доля собственности на самом деле имеет меньшую стоимость, чем его пропорциональное участие в оцениваемом бизнесе. Разница в стоимости — это те «суммы или проценты» из определения ликвидной миноритарной доли, о которых мы говорили выше.

Предшествующее обсуждение должно прояснить логические и теоретические основы существования неравенства между стоимостью неликвидных долей собственности и стоимостью соответствующего бизнеса. Даже без обращения к эмпирическим данным факт существования скидок на недостаточную ликвидность неоспорим. Если у нас две инвестиции и мы знаем, что одна из них обещает меньший денежный доход (и меньший темп его роста), а также более высокий риск, ее стоимость, безусловно, будет ниже, чем стоимость другой инвестиции».

Теперь мы перейдем к обсуждению вопросов уровня стоимости, соответствующего неликвидной миноритарной доле собственности, и соответствующей скидки на недостаточную ликвидность.

Уровень стоимости, соответствующий неликвидной миноритарной доле собственности

Уравнение 3.8 вводит математическое обоснование, описывающее уровень стоимости неликвидной миноритарной доли собственности, то есть уровень стоимости для отдельного акционера:

$$V_{sh} = \frac{CF_{sh}}{R_{hp} - G_v} \qquad (3.8)$$

Как и в предыдущих случаях, мы дадим определения членов уравнения для уровня стоимости, соответствующей неликвидной миноритарной доле собственности бизнеса:

- V_{sh} — это стоимость миноритарной доли собственности предприятия, не имеющего активного рынка для своих акций, с точки зрения обладателя этой доли собственности. Обычно оценщики рассчитывают показатели стоимости на этом уровне путем вычитания скидки за недостаточную ликвидность из стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. В качестве другого средства для расчета показателей стоимости на уровне неликвидной доли собственности оценщики также изучают внутренние сделки с пакетами акций собственного капитала компаний без выхода на публичный рынок;
- CF_{sh} — это часть денежного потока предприятия, которую акционеры рассчитывают получить пропорционально своей доле в бизнесе, включая промежуточные распределения и ожидаемую терминальную стоимость;
- R_{hp} — это ставка дисконтирования для миноритарного инвестора в неликвидный пакет акций на ожидаемый период владения этими акциями, или требуемая отдача за период владения акциями (required holding period return)[35]. Понятие риска периода владения акциями подробнее обсуждается в главе 7, в контексте Количественной модели скидки на недостаточную ликвидность (QMDM — Quantitative Marketability Discount Model). Однако, как указывалось ранее, логика диктует, что R_{hp} должна быть равна или больше чем R_{mm}. Эта требуемая доходность может быть символически определена, как это показано в уравнении 3.9, где HPP (Holding Period Premium) — это показатель надбавки за относительную кратковременность владения активом. Заметьте, что HPP здесь равна нулю; имеется в виду, что в этом случае нет рисков длительности владения активами, как это бывает с ликвидными, торгуемыми на открытом рынке ценными бумагами, когда R_{hp} равна R_{mm}:

$$R_{hp} = R_{mm} + HPP \qquad (3.9)$$

- G_v — это ожидаемый темп прироста стоимости предприятия, приводящий к терминальной стоимости предприятия на конец ожидаемого периода владения объектом инвестиций. В предшествующей главе, посвященной основам метода дисконтированного денежного потока, мы сделали вывод о том, что для торгуемой на открытом рынке ценной бумаги

[35] CF_{sh} — это символическое обозначение всех ожидаемых промежуточных денежных потоков и любой ожидаемой терминальной стоимости на конец периода владения для инвестиции. Другими словами, уравнение 3.8 не может быть непосредственно использовано для определения стоимости неликвидной миноритарной доли собственности бизнеса. Действительное обозначение для двухстадийной модели на уровне акционеров может быть показано так:

$$V_{sh} = \underbrace{\left(\frac{CF_{sh,1}}{(1+R_{hp})} + \frac{CF_{sh,2}}{(1+R_{hp})^2} + \frac{CF_{sh,3}}{(1+R_{hp})^3} + \ldots + \frac{CF_{sh,f}}{(1+R_{hp})^f} \right)}_{PVICF} + \underbrace{\left(\frac{(CF_{e,f+1})}{\frac{(R_{mm}-G_e)}{(1+R_{hp})^f}} \right)}_{PVTV}$$

Левая часть уравнения представляет приведенную (текущую —PV) стоимость промежуточных денежных потоков (PVICF) для конечного периода владения акциями, который заканчивается годом f. Правая часть уравнения представляет приведенную (текущую — PV) оценку терминальной стоимости, которая является стоимостью ликвидной миноритарной доли собственности на конец года f. Эти понятия мы обсудим далее, в главе 7.

ожидаемый темп прироста стоимости равен R_{mm} за вычетом дивидендной доходности. Если не все денежные потоки предприятия распределяются или инвестируются к выгоде миноритарных акционеров (например, если обладающий контрольным пакетом акций акционер получает не соответствующее рыночному уровню вознаграждение), тогда G_v будет меньше R_{mm} (скорректированной на дивидендную доходность). Тот же результат получается, если ожидаемая норма реинвестирования компании меньше ее ставки дисконтирования (например, при накоплении низкодоходных денежных активов, строительстве загородных домов (vacation homes) или создании иных активов, не приносящих дохода или имеющих доходность меньшую, чем ставка дисконтирования)[36];

Оценка предприятия в целом — понятие, относящееся к бесконечности. Стоимость сегодня — это приведенная (текущая — PV) стоимость всех ожидаемых денежных потоков, которые генерируются предприятием, дисконтированных по приемлемой ставке дисконтирования. Напротив, оценки уровня стоимости для отдельного акционера зависят от ожидаемых периодов владения акциями. Инвесторы рассчитывают на конечные периоды владения, даже если точный период владения неизвестен и не может быть известен. Ожидаемый темп роста стоимости — это средство определения будущей конечной стоимости (exit value) инвестиции в неликвидную долю собственности.

Теперь у нас есть концептуальная модель для описания уровня стоимости, соответствующего неликвидной миноритарной доле собственности. Модель предусматривает, что сначала оценщик рассчитывает показатель стоимости на уровне ликвидной миноритарной доли собственности. Для этого мы должны хорошо разобраться с ожидаемыми денежными потоками предприятия, их ожидаемыми темпами роста и их рисками. Основываясь на этом анализе, оценщик может определить ожидаемые выгоды, которые получат миноритарные акционеры предприятия. Мы разовьем эту модель ниже, в главе 7. Соответствующие соотношения показаны в *таблице 3.4*.

Таблица 3.4. Математическое обоснование уровней стоимости, соответствующих ликвидной и неликвидной миноритарным долям собственности

	Математическое обоснование	Соотношения	Значения показателей стоимости
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm}$ - Div Yld	V_{mm} — это отправная точка для установления других уровней стоимости
Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{sh}}{R_{hp} - G_v}$	$CF_{sh} \le CF_{e(mm)}$ $G_v \le R_{mm}$ - Div Yld $R_{hp} \ge R_{mm}$	$V_{sh} \le V_{mm}$

[36] Более глубоко эти вопросы рассмотрены в работе: *Mercer Z.C., Harms T.W.* Marketability Discount Analysis at a Fork in the Road. — Business Valuation Review, Vol. 20, N° 4, 2001. — PP. 21—22.

Опираясь на таблицу 3.4, мы можем анализировать различия между ликвидной и неликвидной миноритарными долями собственности предприятия. Стоимость неликвидной доли, или стоимость для акционера V_{sh}, будет меньше, чем V_{mm}, если, при прочих равных условиях, выполняются одно или большее число следующих предположений:

- **CF_{sh} меньше, чем $CF_{e(mm)}$.** Ожидаемый денежный поток для акционеров будет меньше, чем ожидаемые денежные потоки предприятия, если последние будут либо реинвестированы в бизнес, либо распределены среди акционеров пропорционально доле каждого[37];
- **G_v меньше, чем R_{mm}.** Ожидаемый темп прироста стоимости есть функция ожидаемого темпа прироста доходов от основного бизнеса, о чем говорилось в главе 1, а также от реинвестирования денежных потоков предприятия. Если норма реинвестирования равна ставке дисконтирования, тогда, как было показано в главе 1, G_v будет равна ставке дисконтирования, или R_{mm} (скорректированной в расчете на дивидендную доходность). В тех пределах, в которых денежные потоки не реинвестируются в предприятие или инвестируются не оптимально (с доходностью меньшей, чем ставка дисконтирования), то G_v будет меньше, чем R_{mm}, что приведет к более низкой терминальной стоимости и более низкой стоимости неликвидной миноритарной доли собственности[38];
- **R_{hp} больше, чем R_{mm}.** Некоторые наблюдатели сомневаются в том, что обладатель неликвидного актива сталкивается с бо́льшими рисками, чем обладатель точно такого же актива, свободно торгуемого на открытом рынке[39]. Мы дали той компенсации, которая необходима инвестору, чтобы он принял этот дополнительный риск, название премии за период владения акциями, или HPP. HPP учитывает многочисленные риски, включая потенциальный риск долгого или неопределенного периода владения и многие иные риски, вытекающие из продолжительности периода владения или фактической ситуации при любом оценивании. При прочих равных условиях, более высокий риск влечет за собой и более низкую оценку стоимости.

---

[37] Вспомните, что справочная (benchmark) стоимость ликвидной миноритарной доли собственности была определена исходя из предположения, что все денежные потоки либо выплачиваются акционерам пропорционально их доле, либо реинвестируются в предприятие таким образом, что доходность инвестиций соответствует ставке дисконтирования. Исходя из этого определения, оценщик оценивает CF_{sh}, который может быть меньше денежного потока предприятия в целом ($CF_{e(mm)}$).

[38] Заметьте, что ожидания неоптимальных нивестиций и соответствующего сокращения роста стоимости (предприятия) затрагивают интересы как владельца контрольного пакета акций, так и акционеров-миноритариев. Разница состоит в том, что владелец контрольного пакета может изменить политику реинвестирования и/или распределения доходов, чтобы максимизировать стоимость, а миноритарии ничего изменить не могут. Иными словами, сегодняшняя стоимость (PV) бизнеса для контролирующего акционера может превосходить ту, которая ожидалась по бизнес-плану.

[39] В этом были уверены оценщики много лет назад (включая и самого Мерсера), основываясь на исследованиях наблюдавшихся скидок или ограниченных акций. Если, согласно Правилу 144 (Комиссии по ценным бумагам и биржам SEC. — *Прим. перев.*), идентичные во всех отношениях акции сохраняют ограничения (на определенное время), то единственная причина скидки к рыночным ценам свободно обращающихся акций относится к дополнительному риску, возникающему за временным горизонтом, когда ограниченные акции получат право свободно продаваться на рынке.

Мы выяснили обстоятельства, при которых неликвидная миноритарная доля собственности имеет меньшую стоимость, чем ликвидная миноритарная доля собственности. Теперь мы рассмотрим скидку на недостаточную ликвидность — как называется эта разница в стоимости на разных уровнях.

Скидка на недостаток ликвидности

Скидка на недостаток ликвидности (MD), которую инвесторы требуют, приобретая неликвидные миноритарные доли собственности предприятия, определяется уравнением 3.10:

$$MD = 1 - \frac{V_{sh}}{V_{mm}} \qquad (3.10)$$

В принципе уравнение 3.10 подтверждает, что если уровень собственности акционера (V_{sh}) равен уровню стоимости неликвидной миноритарной доли собственности (V_{mm}), скидка на недостаток ликвидности отсутствует. Часто собственники неликвидных акций предвидят каждую возможность уменьшения их стоимости:

- денежный поток, поступающий в распоряжение акционера (CF_{sh}), меньше, чем поступающий предприятию в целом ($CF_{e(mm)}$);
- ожидаемое увеличение стоимости меньше, чем ставка дисконтирования (скорректированная на дивидендную доходность);
- дополнительные риски, связанные с неликвидностью, в течение ожидаемого периода владения акциями.

В подобных случаях подходящие скидки на недостаточную ликвидность могут быть довольно большими. В других случаях, однако, например на предприятиях, где прибыли распределяются полностью, или если ожидаемые темпы роста стоимости относительно велики и риски периода владения акциями малы, подходящие скидки на недостаточную ликвидность могут быть совсем невелики.

В принципе скидка на недостаточную ликвидность никакой своей частью не объясняется отсутствием прерогатив контроля. Напротив, скидка на недостаточную ликвидность отражает различия между ожидаемыми денежными потоками как для предприятия, так и для отдельных акционеров, ожидаемыми темпами прироста стоимости, относительно меньшими, чем лежащая в их основе ставка дисконтирования, а также рисками периода владения акциями, которые превышают риски, связанные с предприятием в целом.

Заметьте, что миноритарный инвестор публичной компании имеет не больше прав контроля над предприятием, чем миноритарный инвестор в частной (непубличной) компании. Однако, как указывалось, миноритарные акционеры публичной компании все же обладают элементами личного контроля, которого нет у акционеров частной компании. Они имеет возможность продать свою инвестицию (акции) и получить спустя три дня на фондовых рынках де-

нежную сумму на уровне ликвидной доли собственности (то есть приведенной (текущей — PV) стоимости всех ожидаемых денежных потоков предприятия).

Применение скидок на недостаточную ликвидность в отношении к контрольной доле собственности

Теоретические основы

Некоторые оценщики пытались определить скидку на недостаточную ликвидность применительно к контрольной доле собственности компании.

Концептуальные отношения между тремя уровнями стоимости, приведенные в таблице 3.3, говорят о том, что таких скидок вообще не существует. Математические обоснования для каждого уровня стоимости предприятия показывают, что стоимость есть функция ожидаемого денежного потока, рисков и ожидаемых темпов роста. Если оценщик адекватно измерит ожидаемый денежный поток, риски и темпы роста этих денежных потоков, результатом будет стоимость предприятия[40].

Аргумент против существования скидки на недостаток ликвидности для контрольной доли собственности предприятия достаточно прост. Если стоимость предприятия определена на основе ожидаемых денежных потоков, ожидаемых темпов роста этих денежных потоков и их рисковых характеристик, то какие же дополнительные факторы могут оправдать необходимость скидки с полученной таким образом оценки? Интегрированная теория полагает, что таких факторов просто не существует.

Аргументы в пользу существования скидки на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности

Скидка на недостаточную ликвидность для контрольной доли собственности обсуждается в книге Пратта, Рейли и Швейса[41] в контексте решений американских налоговых судов, признававших в ряде случаев наличие такой скидки. Одно из таких решений следующее: «Даже контрольные доли в непубличных корпорациях страдают от недостаточной ликвидности из-за отсутствия готового рынка размещения частных ценных бумаг и того факта, что здесь потребуется учесть также стоимость выпуска новых акций, если корпорация выйдет на открытый рынок»[42].

---

[40] См. Quantifying Marketability Discounts (Memphis, TN, Peabody Publishing, LP, 1997), Chapter 11, Marketability Discounts ad the Controlling Interest Level of Value. Эта глава в основном содержит перепечатку прежней статьи: *Mercer Z.C.* Should Marketability Discounts be Applied to Controlling Interests of Private Companies? Business Valuation Review, June 1994, pp. 55—56. Эти статьи основывались на точке зрения Valuing Financial Institutions (p. 205), опубликованной в 1992 году. Там было сформулировано такое заключение: «Во всяком случае, оценщики, применяющие скидки на недостаток ликвидности к стоимости контрольных долей собственности, должны ясно представлять себе объективную базу своих скидок или быть готовыми к тому, что их скидки (а значит, и вытекающие из этих скидок оценки) будут признаны нелогичными и произвольными».

[41] *Pratt, Reilly, Schweihs.* Valuing a Business, 4th ed., pp. 411—414.

[42] Ibid, p. 412. Estate of Woodbury G. Andrews, 79 T.C. 938 (1982).

Мы полагаем, что мнение Налогового суда, основанное на фактах, относящихся к конкретному делу, не является очевидным для оценщиков. Дело оценщиков объяснять Налоговому суду (и любому иному суду) тонкости оценки, а не наоборот.

В книге Пратта, Рейли и Швейса далее говорится о том, что контрольные доли собственности обычно проявляются через приобретение первичных выпусков акций (IPO), а также в результате частных продаж целых компаний или контрольных пакетов. Очень немногим компаниям удается хорошо осуществить IPO, поэтому мы сосредоточим внимание на рынке частных трансакций.

Пратт, Рейли и Швейс полагают, что существуют пять «соображений по поводу трансакций», с которыми встречаются владельцы закрытых компаний, желающих продать контрольную долю своей собственности[43]. Каждое из этих соображений представлено ниже, вместе с нашими комментариями:

- **неопределенность сроков выставления на продажу или совершения сделки.** Это соображение аналогично представлению о необходимости учета некоторого периода продолжающегося владения акциями для обеспечения последующей реализации контрольной доли собственности. Тем самым игнорируется способность владельца контрольного пакета управлять денежными потоками предприятия и условиями их распределения среди акционеров в период, когда происходит процесс продажи[44]. Далее, чтобы учесть такой риск, оценщики должны были бы предполагать, что риски периода владения акциями превосходят характерную для предприятия ставку дисконтирования. Если эта ставка была точно определена, то никакой скидки на недостаток ликвидности для контрольной доли вовсе и не требуется;
- **затраты на подготовку и осуществление сделки по купле-продаже.** Эти затраты включают вознаграждения за аудит и бухгалтерские услуги, выплаты адвокатам, административные затраты и трансакционные издержки. Такие затраты характеризуют процессы продажи предприятия, но не условия формирования его стоимости. Некоторые оценщики выдвигали еще один аргумент — о том, что скидка на недостаток ликвидности для контрольной доли относится к затратам на «предпродажную подготовку» компании. Иными словами, стоимость компании, которая не готова к продаже (нуждается в прошедшей аудит финансовой отчетности, в консультациях по улучшению хозяйственной деятельности, а также в инвестициях для повышения эффективности производства и т.д.), может быть уценена в размере скидки

[43] Ibid, p. 413.

[44] Мы признаем, что когда дело доходит до соглашения о намерениях или стадии заключения окончательных договоренностей, владельцы контрольных пакетов могут прийти к согласию о том, чтобы в течение короткого периода до завершения сделки не производить распределений прибыли и вести бизнес «обычным порядком» или совершать отдельные управленческие действия лишь соответственно специальным договоренностям с покупателем. Такие периоды ограниченности в действиях приходятся на самый конец срока владения акциями, в течение которого происходит маркетинг предприятия. Это типично для способов, которыми осуществляются сделки, и не похоже, чтобы они приводили к возникновению скидок на недостаток ликвидности для контрольных долей собственности.

на недостаточную ликвидность. Этот аргумент легко опровергается, поскольку компания, «не прошедшая предпродажную подготовку», действительно, не готова к продаже и стоит меньше компании, которая готова к этой операции. Почему? Потому что она имеет сравнительно меньшие денежные потоки и более низкий потенциал для их роста и, возможно, характеризуется более высокими рисками;

- **риски, относящиеся к формированию возможной продажной цены.** Эти риски связаны с неопределенностью относительно условий формирования цен на продаваемые акции, которая, безусловно, влияет на стоимость. Однако эти риски могут только увеличить скидку с некоей более высокой гипотетической цены, которую, однако, нельзя наблюдать или даже объяснить. Ставки дисконтирования или мультипликаторы, основывающиеся на характеристиках доходов (earnings multiples), применяемые при оценке контрольных пакетов, определяются с помощью рыночных данных, отражающих аналогичные неопределенности. И дальнейшее снижение цены может рассматриваться как «двойная уценка»;
- **безденежные (noncash) и отложенные расчеты по сделке.** В работе указывается, что некоторые сделки содержат отложенные платежи или некоторые иные безденежные элементы. Эти элементы не увеличивают скидки с какого-то завышенного уровня, но просто отражают действительную стоимость сделки, выраженную в приведенной (текущей — PV) стоимости этих элементов;
- **невозможность закладывать имущество.** Утверждают, что контрольная доля в частном (непубличном) бизнесе не может служить надежным залогом в банке, и потому в период владения акциями владелец не имеет возможности брать в банке кредиты для обеспечения неотложных нужд. Такое утверждение может быть справедливым и несправедливым в зависимости от конкретного предприятия, но, безусловно, было бы компонентом риска периода владения акциями, обсуждавшегося в первом пункте этого рассматриваемого здесь перечня.

Циник мог бы сказать, что единственная причина, почему Интегрированная теория отрицает скидку на неликвидность для контрольных долей собственности, состоит в том, что для нее не нашлось места в представленной нами схеме уровней стоимости. Однако, как должно быть ясно из предшествующего обсуждения относительно уровней стоимости ликвидной миноритарной доли, финансового контроля, стратегического контроля, каждая ячейка схемы была строго определена в смысле учета рисков ожидаемых денежных потоков и предполагаемых темпов их роста. В схеме нет ячейки, представляющей скидку на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности, потому что риски, связанные с ожидаемыми денежными потоками и предполагаемыми темпами роста этих потоков, уже были учтены ранее.

Для скидки на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности не существует теоретического оправдания или объяснения. Общепринятые объяснения этой скидки легко опровергаются, и нет ни статистических дан-

ных, ни методик для определения ее величины. Наконец, не определена исходная стоимость, к которой могла бы быть применена скидка на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности.

Никакая скидка или премия не имеют смысла, пока не определена со всей ясностью та стоимостная база, к которой они могут быть применены. Базовая стоимость «ликвидная контрольная доля собственности», к которой могла бы быть применена обсуждаемая скидка, до сих пор не определена. Следовательно, сама по себе скидка лишена смысла. Оценщикам следует применять подобную скидку с большой осторожностью, и они должны быть готовы защищать основания для такой скидки и объяснять, почему она применима к тому исходному показателю стоимости, к которой она применена[45].

Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

Мы глубоко рассмотрели четыре концептуальных уровня стоимости. *Таблица 3.5* объединяет все четыре уровня в единую схему, представляющую математические обоснования уровней стоимости и суммирующую идеи Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса.

Таблица 3.5. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

	Математическое обоснование	Соотношения	Значения показателей
Стоимость стратегического контроля	$\frac{CF_{e(c,s)}}{R_s - [G_{mm} + G_s]}$	$CF_{e(c,s)} \geq CF_{e(c,f)}$ $G_s \geq 0$ $R_s \leq R_{mm}$	$V_{e(c,s)} \geq V_{e(c,f)}$
Стоимость финансового контроля	$\frac{CF_{e(c,f)}}{R_f - [G_{mm} + G_f]}$	$CF_{e(c,f)} \geq CF_{e(mm)}$ $G_f \geq 0$ $R_f = R_{mm}$(+/– a little)	$V_{e(c,f)} \geq V_{mm}$
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm}$ – Div Yld	V_{mm} — это отправная точка для установления стоимости для других уровней стоимости
Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{sh}}{R_{hp} - G_v}$	$CF_{sh} \leq CF_{e(mm)}$ $G_v \leq R_{mm}$ – Div Yld $R_{hp} \geq R_{mm}$	$V_{sh} \leq V_{mm}$

С помощью Интегрированной теории достигается несколько целей. Она дает оценщикам стоимости бизнеса возможность:

[45] В главе 5 мы обсуждаем редкие исключения, где ликвидность бизнеса может быть настолько сомнительной, что оправдывает применение скидки на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности.

- объяснять каждый уровень стоимости в контексте финансовой теории и теории оценивания;
- определять концептуальные корректировки, относящиеся к разным уровням стоимости, в терминах этих теорий. Конкретно, премия за финансовый контроль и связанная с ней скидка на неконтрольный характер миноритарной доли собственности, премия за стратегический контроль и скидка на недостаточную ликвидность миноритарной доли собственности определены с помощью соответствующей финансовой и экономической терминологии (terms);
- объяснять, почему Интегрированная модель отражает условия формирования цен на акции, наблюдаемые на публичных и непубличных рынках применительно к торговле пакетами акций;
- понимать, что такое стоимость контроля и, наоборот, каковы экономические последствия отсутствия контроля. Конкретно, это показывает, что неликвидная миноритарная доля собственности в бизнесе стоит меньше, чем гипотетическая ликвидная миноритарная доля не потому, что не обладает возможностями контроля, а потому, что ее сравнительно труднее продать;
- подтвердить наблюдение, сделанное Эриком Натом в 1990 году, о том, что условия формирования цен на ценные бумаги на открытых рынках предлагают, по меньшей мере, во многих случаях тот уровень цен, который соответствует контрольному характеру оцениваемой доли собственности компаний. Интегрированная теория не поддерживает вывод Ната о том, что оценщики должны делать скидки как на неконтрольный характер миноритарной доли собственности, так и на недостаточную ликвидность миноритарной доли с цены контрольной доли собственности (публичной) компании, чтобы получить уровень стоимости, соответствующий неликвидной миноритарной доли собственности. Ничто не побуждает финансовых покупателей осуществлять контроль над хорошо управляемыми компаниями, чтобы получать более высокие доходы и фиксировать более высокую их стоимость. Другими словами, здесь скидка на неконтрольный характер миноритарной доли равна нулю. В этом случае, как показывает концептуальный анализ, приемлема только одна скидка: скидка на недостаточную ликвидность.

Заключение

Представленная в этой главе Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса может быть полезна оценщикам бизнеса по следующим важным причинам:

- Интегрированная теория определяет каждый из выделяемых ею уровней стоимости бизнеса, объясняет наблюдаемое поведение участников открытого рынка и ограничивает область, внутри которой можно обсуждать вопросы оценки стоимости частных (непубличных) компаний и долей их собственности;

- Интегрированная теория не опирается ни на один из конкретных стандартов стоимости (справедливой рыночной стоимости, справедливой стоимости или инвестиционной стоимости). Напротив, она позволяет оценщику сосредоточить свое внимание на том, что именно определяет стоимость в контексте того или иного стандарта стоимости;
- Интегрированная теория позволяет оценщикам лучше уяснить себе соотношения между стоимостью финансового контроля и стоимостью ликвидной миноритарной доли собственности компании;
- Интегрированная теория рассматривает важные вопросы в целях использования информации о премиях за контроль для определения скидок на миноритарный (неконтрольный) характер доли собственности;
- Интегрированная теория объясняет финансовые и экономические соотношения между уровнями стоимости, соответствующими ликвидной и неликвидной долям собственности;
- Интегрированная теория в случае, когда она применяется к уровню стоимости неликвидной миноритарной доли, создает экономические и финансовые основания для установления количественных соотношений рациональной организации бизнеса, а также анализа, связанного со ставкой доходности (rate of return analysis) (одним из примеров чего является анализ с помощью QMDM), для определения размеров скидок на недостаточную ликвидность;
- Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса демонстрирует несостоятельность поддержки некоторыми оценщиками часто используемой ими другой скидки, а именно скидки на недостаточную ликвидность контрольной доли собственности компании. Концептуальных оснований для применения скидки на недостаточную ликвидность контрольных пакетов акций не существует. Стоимость финансового контроля и стратегического контроля должна определяться на основе предварительно выявленных экономических факторов. Если предприятие встречается с дополнительными рисками, которые могут помешать собственнику договариваться с другим покупателем контрольного пакета, эти риски должны быть определены через их влияние на ставку дисконтирования предприятия и, в конечном счете, на оценку его стоимости.

Приложение 3-А

Разбор конкретных ситуаций — условия формирования цен при поглощениях компаний (Acquisition Pricing) и Интегрированная теория (Integrated Theory)

Почему многие поглощения не повышают стоимость компании для акционера

Условная публичная компания (назовем ее «Компания») поглотила относительно меньшую компанию («Мишень») в рамках одной и той же отрасли. Этот разбор ситуации воспроизводит внутренний анализ и дискуссию, которая привела к определению окончательной цены покупки.

Структура капитала «Мишени» была аналогична структуре капитала «Компании». Поглощение должно было состояться путем денежной оплаты приобретенного собственного капитала «Мишени». Поэтому целью нашего исследования должно быть определение стоимости собственного капитала «Мишени» с учетом условия его приобретения. Насколько известно финансовому руководству «Мишени», стратегический покупатель, претендующий на «Мишень», — единственный возможный покупатель, так что остальные конкуренты, если бы таковые и были, являются финансовыми покупателями.

«Мишень» имела нормализованный чистый доход (net earnings) 1000 долларов (это обсуждается в главе 4). Производственный отдел «Компании», разрабатывающий программу поглощения, осуществил процедуру нормализации доходов «Мишени», вернув в них излишек компенсации владельцу сверх ожидаемой, продолжающейся оплаты после совершения сделки приобретения. Кроме того, были сделаны корректировки, учитывающие неповторяющиеся (случайные) выплаты. Финансовый директор «Компании» счел эти корректировки обоснованными.

С учетом конкретных рисков «Мишени» ее финансовый отдел определил ставку дисконтирования для ее собственного капитала (equity discount rate) в 15%. Ставка дисконтирования для собственного капитала «Компании» как составляющая стоимости капитала (процент на капитал) составила 13%, так что финансовый директор согласился с этим.

Основываясь на прежнем опыте и обсуждениях проблемы с производственным руководством «Мишени», финансовые сотрудники также установили, что доходы «Мишени» в обозримом будущем будут расти темпом примерно по 7% в среднем в год. На самом же деле в их распоряжении была подробная модель дисконтированного денежного потока. Однако они ограничились этой однозначной оценкой, чтобы представить оценку стоимости «Мишени» с использованием модели Гордона.

$$V_{mm} = \frac{CF}{R_{mm} - G_{mm}} \qquad \boxed{\begin{array}{lcl} CF & = & \$1{,}000 \\ R_{mm} & = & 15\% \\ G_{mm} & = & 7\% \end{array}} \qquad (3\text{-A.1})$$

$$V_{mm} = \frac{\$1{,}000}{15\% - 7\%} = \$12{,}500$$

На этой основе финансовый персонал подготовил первоначальную оценку стоимости «Мишени». Оценка была сделана для уровня стоимости ликвидной миноритарной доли собственности (V_{mm}), если использовать определения уровней стоимости, обсуждавшееся в главе 3.

Заключительная цифра в 12 500 долларов, отразившая использование мультипликатора 12,5 по отношению к величине чистого дохода (net earnings) (примерно 7,5x к доходу до вычета налогов), явилась основной оценкой, исходя из которой финансовый директор оценивал все предложения, вносимые сотрудниками производственных служб. «Мишень» продавалась по цене, в 22 раза превосходившей прибыль следующего года, так что успешная сделка с очевидностью должна была увеличить доходность акций «Компании».

Анализ предложений

Сотрудники финансовых служб полемизировали с сотрудниками производственных служб по поводу корректировок, которые могли бы оказаться приемлемыми для финансовых покупателей «Мишени». Оказалось, что в силу некоторых особенностей производства операционная маржа (operating margin) «Мишени» была несколько ниже отраслевой нормы. Поэтому финансовые покупатели (и «Компания») не без основания предположили, что доходы «Мишени» могут быть увеличены на 50 долларов, или на 5%. Кроме того, производственный персонал считает, что среднегодовые темпы будущего прироста следовало бы увеличить на 1% или около того, если управляющие поведут себя чуть более агрессивно.

В результате этих дискуссий финансисты фирмы оценили «Мишень» на уровне стоимости финансового контроля V_f.

После корректировки денежного потока на 50 долларов (5%) и увеличения ожидаемых темпов прироста на 1% стоимость на уровне финансового контроля составила 15 000 долларов, или на 20% выше первоначальной оценки. Эта

цена отражает мультипликатор 15х к нормализованному чистому доходу «Мишени» и 14,3х по отношению к потенциальным доходам, скорректированным с учетом возможных более лучших показателей доходности (better margins).

$$V_f = \frac{CF + \Delta CF_f}{R_{mm}(G_{mm} + \Delta G_f)} \qquad (3\text{-A.2})$$

$$\boxed{\begin{aligned} CF_f &= (CF + \Delta CF_f) \\ G_f &= (G_{mm} + \Delta G_f) \\ CF &= \$1{,}000 \\ R_{mm} &= 15\% \\ G_{mm} &= 7\% \\ \Delta CF_f &= \$50 \\ \Delta G_f &= 1\% \end{aligned}}$$

$$V_f = \frac{\$1{,}000 + \$50}{15\% - (7\% + 1\%)} = \$15{,}000$$

Это, однако, не означает, что другие финансовые покупатели автоматически предложат цену примерно в 15 000 долларов за собственный капитал «Мишени». Помимо всего прочего, эта стоимость зависит от их способности вести бизнес «Мишени» лучше, чем это делает ее нынешний менеджмент, и им придется принять на себя все риски исполнения договора, если такая цена будет уплачена. Таким образом, финансисты выработали диапазон цен «Мишени» (за ее собственный капитал) от 12 500 долларов до 15 000 долларов. Учитывая положение «Компании» как стратегического покупателя, ее финансовый директор был вполне доволен таким диапазоном цен и понимал, что даже если придется согласиться на верхнюю цену, то все равно сделку можно будет считать выгодной.

Основываясь на проведенном анализе, переданном руководству «Компании», ее финансовый директор принял неформальное решение уплатить за собственный капитал «Мишени» до 15 000 долларов.

Стратегические соображения о хозяйственной деятельности

Финансовый директор некоторое время ничего не слышал от руководителей фирмы, но вдруг узнает, что сделка по покупке «Мишени» была заключена на сумму 24 000 долларов. Понимая, что в этом вопросе у него нет решающего голоса, он был тем не менее разочарован и озадачен. Он встретился с директором по производству, чтобы выяснить, откуда взялась такая цена покупки.

Когда они встретились, директор по производству вручил ему оценочный анализ, выполненный сотрудниками производственного отдела. Этот анализ отражал более ранний анализ, проведенный финансовым отделом, но компания «Мишень» в нем оценивалась на уровне стратегического контроля. Озна-

комление с результатами этого анализа показало финансовому директору, что аналитические материалы основывались на предшествующем исследовании, но были дополнены следующими новыми предположениями:

- как стратегический покупатель, «Компания» может расширить продажи, используя новые каналы сбыта. Отсюда следует возможность увеличения доходов и денежных потоков еще на 50%, повышение ожидаемых чистых доходов до уровня 1100 долларов (от нормализованного уровня 1000 долларов и уровня финансового контроля 1050 долларов);
- кроме того, производственный отдел предположил, что темпы роста доходов могут вырасти еще на 1% (в результате роста продаж по новым каналам), то есть до 9% ежегодно;
- наконец, производственный отдел, зная, что стоимость капитала (процент на капитал) для собственного капитала «Компании» составляет 13%, использовал эту ставку дисконтирования как стоимость собственного капитала «Мишени».

В результате всех этих поправок, подготовленная производственным отделом оценка была существенно выше прежней. Стоимость «Мишени» оценивалась в 27 500 долларов, что более чем вдвое превосходило стоимость ликвидной доли собственности и почти вдвое — стоимость финансового контроля.

$$V_s = \frac{CF + \Delta CF_f + \Delta CF_s}{R_s - (G_{mm} + \Delta G_f + \Delta G_s)} \qquad (3\text{-A.3})$$

$$\boxed{\begin{aligned} CF_s &= (CF + \Delta CF_f + \Delta CF_s) \\ G_s &= G + \Delta G_f + \Delta G_s \\ CF &= \$1{,}000 \\ G_{mm} &= 7\% \\ \Delta CF_f &= \$50 \\ \Delta G_f &= 1\% \\ \Delta CF_s &= \$50 \\ R_s &= 13\% \\ \Delta G_s &= 1\% \end{aligned}}$$

$$V_s = \frac{\$1{,}000 + \$50 + \$50}{13\% - (7\% + 1\% + 1\%)} = \$27{,}500$$

Директор по производству был горд своим достижением. Он обнаружил, что, договорившись о сумме в 24 000 долларов, он выиграл 13% от той стоимости, которую «Мишень» в действительности составляла для «Компании». Он далее указал еще на несколько дополнительных факторов, поддерживавших его ценовое решение:

- сделка обещала «Компании» доходность, равную стоимости ее собственного капитала. И доходы компании были бы даже больше, если бы дополнительные улучшения, не включенные в оценку, были достигнуты;

- цена в 24 000 долларов соответствовала мультипликатору 21,8х к ожидаемым чистым доходам, так что мультипликатор при сделке вполне соответствовал сложившемуся мультипликатору «Компании», составлявшему 22х;
- это очень хорошо подходило «Компании» со стратегической точки зрения, поскольку повышало имидж ее акций на фондовых рынках.

Размышления финансового директора

Вернувшись в свой кабинет, финансовый директор пожалел, что генеральный директор не потребовал лучшей координации между производственными и финансовыми службами. Он надеялся, что приобретение «Мишени» будет успешным, и знал, что в этом случае он получит какое-то вознаграждение от «Компании». Однако его заботило, что в этой ситуации «Компания» существенно переплатила за покупку. Он зафиксировал следующие соображения по поводу состоявшейся сделки:

- при нормализованном чистом доходе 1000 долларов и формальной оценке чистого дохода в 1100 долларов:
  - — «Компания» берет на себя все исполнительские риски, связанные с ожидаемыми улучшениями;
  - — мультипликатор цена/прибыль, основанный на нормализованной прибыли, составляет 24х, что превышает мультипликатор для акций «Компании» на рынке;
- вместе с нормализованными ожидаемыми среднегодовыми темпами прироста доходов в 7% и формальными темпами прироста прибыли в 9% «Компания» приняла на себя все риски исполнения, связанные с достижением именно этих повышенных темпов роста;
- проведя оценку на основе 13-процентной стоимости собственного капитала «Компании», а не на базе 15-процентной ставки дисконтирования для «Мишени», «Компания» лишилась «амортизационной подушки» для рисков, связанных с проблемами интеграции или с теми или иными ошибками на пути достижения ее целей;
- никто из сотрудников производственного отдела не несет ответственности за получение запланированных доходов и синергических эффектов роста. На самом деле, если они не запросили у финансового отдела весьма сложного прогнозного анализа будущего развития, у них не могло быть той финансовой отчетности, на основании которой должна была устанавливаться цена покупки «Мишени»;
- «Компания» существенно переплатила за «Мишень», если сравнивать с рыночными ценами, причем «Компания» выступала против своих интересов в этом деле.

Но жизнь продолжается...

Глава 4

Корректировки отчетов о прибылях и убытках: процедуры нормализации и корректировки характеристик контроля

Введение

В главе 3 мы представили Интегрированную теорию. Она объясняет концептуальные уровни стоимости на основе модели Гордона. Вспомним обобщенную модель оценки стоимости бизнеса, вытекающую из модели Гордона:

Стоимость = Прибыль × Мультипликатор

Интегрированная теория и обобщенная модель оценки предполагают, что показатели стоимости должны вычисляться путем использования соответствующих данных, характеризующих возможность предприятия генерировать прибыль, а также разумных оценочных мультипликаторов. Отсюда следует, что оценщикам, чтобы получить надежные показатели стоимости бизнеса, могут потребоваться некоторые корректировки — применительно как к показателям прибыли, так и к мультипликаторам:

- **нормализационные корректировки.** В этой главе исследуются нормализационные корректировки, предназначенные для определения показателей прибыли частных (непубличных) компаний, которым корреспондируют оценочные мультипликаторы компаний-аналогов. Они же, в свою очередь, соответствуют условиям формирования показателей стоимости ликвидной миноритарной доли собственности публичной компании;
- **контрольные корректировки.** В этой же главе рассматриваются и корректировки показателей прибыли, которые относятся к другим уровням стоимости предприятия, а именно к уровням финансового контроля и стратегического контроля. Важный вывод, вытекающий из Интегрированной теории, состоит в том, что ставка дисконтирования, применимая к отдельным частным (непубличным) компаниям, может оставаться примерно такой же, что и для разных уровней стоимости

предприятия. Контрольные корректировки представляют измерения прибыли предприятия, применимые к уровням его стоимости, соответствующим финансовому и стратегическому контролю;

- **фундаментальные корректировки.** Обсуждаемые в главе 5 фундаментальные корректировки соотносят оценочные мультипликаторы частных (непубличных) компаний с медианными или средними значениями мультипликаторов, определяемых для групп сопоставимых компаний-аналогов. Фундаментальные корректировки вытекают из различий в степени риска и ожидаемых темпов роста между частными компаниями и избранными для сравнения с ними группами публичных предприятий-аналогов.

В этой и следующей главах представлены теоретические основания для корректировок, широко применяемых в оценочной практике.

Часто задаваемые вопросы

- В чем состоит разница между нормализационными корректировками потока прибылей и корректировками условий контроля?
- В контексте справедливой рыночной стоимости (FMV) всегда ли должны применяться премии за контроль для обоснования показателей стоимости контрольной доли собственности компании?
  - — Если применяется премия за контроль, то на основе каких данных устанавливается ее оценка?
  - — Как можно проверить разумность величины премии за контроль?
  - — Характеризуют ли премии за контроль влияние драйверов прибыли предприятий или это просто результат оценки?
- Должны ли оценщики, используя метод дисконтированного денежного потока, применять премии за контроль для оценок стоимости контрольных долей собственности? Если да, то почему? И в каких случаях?
- Зачем вообще нужны нормализационные корректировки?
- Что означает термин «уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности» в контексте формирования стоимости акций, обращающихся на рынке?
- Должны ли оценщики при оценивании миноритарных долей собственности частных (непубличных) компаний применять процедуры нормализации прибыли компаний?
  - — Если да, то какой вид нормализации следует выполнять в этом случае?
  - — С какой целью производятся нормализационные корректировки?
- Должны ли оценщики, используя мультипликаторы публичных компаний-аналогов (guideline public company multiples), применять премии

за контроль в отношении полученных показателей стоимости ликвидных миноритарных долей собственности?

- Следует ли оценщикам опираться на Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study и другие подобные исследования размеров премий за контроль для определения величины премий за контроль, применимых к показателям ликвидной миноритарной доли собственности?
- Должны ли указанные исследования относительно размеров премий за контроль применяться для оценки скидок на неконтрольный характер миноритарных долей собственности операционных компаний?
- Должны ли указанные исследования относительно размеров премий за контроль применяться для оценки скидок на неконтрольный характер миноритарных долей собственности холдинговых компаний?
- Почему при оценке неликвидных миноритарных долей собственности частных (непубличных) компаний оценщики обычно начинают с оценок на уровне стоимости ликвидных миноритарных долей собственности?

Интегрированная теория и корректировка финансовой отчетности

В главе 3 мы обосновали математические характеристики для каждого из уровней стоимости. Модель Гордона обобщает эти четыре уровня в *таблице 4.1.*

Таблица 4.1. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

	Математическое обоснование	Соотношения	Значения показателей
Стоимость стратегического контроля	$\frac{CF_{e(c,s)}}{R_s - [G_{mm} + G_s]}$	$CF_{e(c,s)} \geq CF_{e(c,f)}$ $G_s \geq 0$ $R_s \leq R_{mm}$	$V_{e(c,s)} \geq V_{e(c,f)}$
Стоимость финансового контроля	$\frac{CF_{e(c,f)}}{R_f - [G_{mm} + G_f]}$	$CF_{e(c,f)} \geq CF_{e(mm)}$ $G_f \geq 0$ $R_f = R_{mm}$(+/– a little)	$V_{e(c,f)} \geq V_{mm}$
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm}$ – Div Yld	V_{mm} — это отправная точка для установления стоимости для других уровней стоимости
Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{sh}}{R_{hp} - G_v}$	$CF_{sh} \leq CF_{e(mm)}$ $G_v \leq R_{mm}$ – Div Yld $R_{hp} \geq R_{mm}$	$V_{sh} \leq V_{mm}$

Денежный поток предприятия, относимый к уровню ликвидной миноритарной доли собственности, обозначен здесь $CF_{e(mm)}$. Предполагается, что этот денежный поток должен быть нормализирован, и тогда он приблизится к денежным потокам успешных публичных компаний-аналогов для сравнения. Иначе, если, например, обнаружатся излишние вознаграждения или иные произвольные затраты преходящего и чрезвычайного характера, то на нормализации денежных потоков будут настаивать сами акционеры.

Обобщенные сведения об уровне стоимости неликвидной миноритарной доли собственности воспроизведены в нижней строке *таблицы 4.1.* Как показано в столбце «Соотношения», денежный поток в пользу акционеров (CF_{sh}) может быть меньше или равен, но не может быть больше денежного потока предприятия (на уровне стоимости ликвидной миноритарной доли собственности). В этом нет ничего удивительного. Как мы видели в главе 3, одним из компонентов уменьшения стоимости от уровня ликвидной миноритарной доли собственности до уровня неликвидной миноритарной доли собственности является потенциал объема агентских затрат (агентские затраты — затраты на урегулирование проблемы принципал-агент в компании. — *Прим. перев.*) или же непропорциональное распределение в пользу избранных акционеров. Агентские затраты включают также чрезмерные льготы и другие произвольные выплаты.

Должно быть ясно, что подобные затраты следует нормализовать, чтобы фактические денежные потоки предприятия примерно соответствовали прогнозируемым (исходя из условия, что все неповторяющиеся, разовые затраты должны быть удалены из финансовой отчетности за прошедшие периоды). Мы классифицируем корректировки, устраняющие агентские затраты и неповторяющиеся, разовые затраты, как нормализационные корректировки.

Поднимаясь по схеме уровней стоимости от уровня стоимости ликвидной миноритарной доли собственности к уровням стоимости финансового контроля и стратегического контроля, мы видим, что акционер — владелец контрольного пакета акций может осуществлять корректировки ожидаемых денежных потоков, имея в виду возможности вести предприятие более эффективно (финансовый контроль) или преобразовать предприятие, изменить направление менеджмента (стратегический контроль). Такие корректировки являются контрольными корректировками, и повышение стоимости бизнеса в результате их осуществления вполне закономерно может стать предметом торга между продавцами и покупателями. Иначе говоря, контрольные корректировки — это те корректировки, которые, если таковы сложившиеся обстоятельства, способны увеличить денежные потоки предприятия сверх (нормализованного) уровня, присущего ликвидной миноритарной доле собственности предприятия. Как указывает схема, денежные потоки предприятия с точки зрения либо покупателя финансового контроля, либо покупателя стратегического контроля могут быть больше, чем нормализованный денежный поток предприятия.

Два типа корректировки финансовой отчетности

Описав общую природу нормализационных корректировок и контрольных корректировок, обратимся теперь к их непосредственному применению:

- с помощью **нормализационных корректировок** мы пытаемся приравнять показатель прибыли частной (непубличной) компании к их разумному эквиваленту, характерному для успешной публичной компании. Нормализационные корректировки можно разделить на два типа, чтобы облегчить их обсуждение и понимание, исходя из того, что нормализационные корректировки — это не контрольные корректировки;
- **контрольные корректировки** модифицируют величину прибыли частной (непубличной) компании, чтобы отразить совершенствование управления производством, предусматриваемое типичным финансовым покупателем, а также синергические эффекты или стратегию конкретных покупателей. Контрольные корректировки также могут быть разделены на два типа.

Такая классификация корректировок финансовой отчетности достаточно нова[1]. Многие оценщики не выделяют различий между нормализационными и контрольными корректировками, а также между разными видами нормализационных или контрольных корректировок. Особая терминология, представленная в этой главе, необязательна для понимания корректировок финансовой отчетности. Однако она может быть полезна для выяснения природы и условий корректировок финансовой отчетности.

Корректировки финансовой отчетности и применяемая ставка дисконтирования

Важность выделения видов корректировок финансовой отчетности становится очевидной, когда мы обсуждаем вопрос о ставке дисконтирования, применяемой в отношении к расчетной прибыли. Ставка дисконтирования или норма капитализации, применяемая к определенному показателю прибыли, должна соответствовать этому показателю, будь то чистая прибыль, прибыль до вычета налогов, свободная от долгов прибыль или иной показатель прибыли, фигурирующий в финансовой отчетности. Обсуждаемые здесь ставки для CAPM (или ACAPM, а также кумулятивного метода) относятся либо к чистой прибыли, либо к чистым денежным потокам, генерируемых бизнесов (в рамках отдельных предприятий).

[1] Мерсер употреблял эту терминологию в своих устных выступлениях и статьях с конца 1990-х годов. Она впервые была опубликована в книге Pratt's Cost of Capital (1st), которая вышла в свет в 1998 году (она цитировалась выше). В приложении к этой книге Мерсер писал о применении и расчете скидок на основе данных сайта Wiley ValuSource Pro Software.

В последние годы также довольно оживленно обсуждается вопрос, представляет ли модель дисконтированного денежного потока показатели стоимости миноритарной доли или показатели контрольной доли собственности? Здесь можно назвать две основных точки зрения:

- ставка дисконтирования CAPM или ACAPM применима к чистой прибыли (или чистому денежному потоку) предприятия, и поэтому она соответствует показателю стоимости ликвидной миноритарной доли стоимости бизнеса. Следовательно, для определения стоимости контрольной доли собственности необходимо к стоимостным показателям этого уровня применять премию за контроль;
- оценщики часто применяют контрольные корректировки, разрабатывая свои предложения относительно условий применения метода дисконтированного денежного потока. Если поток прибыли был подвергнут контрольной корректировке, то сформировавшийся в результате этого показатель стоимости относится к уровню контрольной доли собственности. Следовательно, в дополнительной премии нет никакой необходимости, и для получения показателя стоимости ликвидной миноритарной доли собственности может применяться ставка дисконтирования для миноритарной доли собственности.

Оценщики годами обсуждали эти две точки зрения. В зависимости от проводимых корректировок оба подхода могут дать одинаковые результаты. Однако этот вопрос стал источником недоразумений, и дебаты по этому поводу развернулись в Налоговом суде. Целый ряд недавно проведенных оценок подверглись тщательной проверке в суде только из-за выяснения вопроса о том, дает ли модель DCF оценку миноритарной доли или контрольной доли собственности.

Д-р Пратт и другие, включая Мерсера, утверждали, что в рамках метода DCF стоимость контроля обычно вычисляется путем корректировки числителя (прогнозируемых денежных потоков). Это согласованное мнение иллюстрирует следующая выдержка из книги д-ра Пратта Cost of Capital: «Подразумевается, что ставка дисконтирования представляет риски, присущие определенной отрасли или направлению бизнеса. Может случиться, что владелец контрольного пакета акций приобретет компанию и увеличит ее денежные потоки, но это необязательно повлияет на общий уровень риска, которому подвержены денежные потоки, генерируемые данной компанией.

При применении доходного подхода к оценке стоимости бизнеса корректировки для миноритарных или контрольной долей собственности должны быть обращены на прогнозируемые денежные потоки оцениваемой компании, а не на ставку дисконтирования. Корректировка ожидаемых денежных потоков лучше измеряет то потенциальное воздействие, которое может оказать владелец контрольного пакета, поскольку она не допустит ни недооценки, ни переоценки действительных рисков, связанных с конкретным направлением бизнеса»[2].

[2] Ibid, pp. 127—128.

Хотя приведенная цитата заимствована из главы, в которой говорится о ставках дисконтирования, следует отметить предположение о том, что контрольные корректировки следует применять к уровню денежных потоков, соответствующему ликвидной миноритарной доли собственности. Если сделать такие корректировки, то оцененная стоимость контрольной доли собственности превысит уровень ликвидной миноритарной доли.

Четкое разграничение между нормализационными и контрольными корректировками в контексте Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса поможет внести ясность в эту проблему.

Нормализационные корректировки отчетности о доходах

Нормализационные корректировки модифицируют финансовую отчетность частной (непубличной) компании таким образом, чтобы в результате ее осуществления можно было представить публичный эквивалент потока прибыли. Если такие корректировки не сделать, то оценка стоимости окажется несколько иной, чем была бы оценка стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Это было бы разочарованием для оценщиков, применяющих сравнительный метод для определения скидок на недостаточную ликвидность, поскольку исследования ограниченных акций базируются на ценах свободно торгуемых акций (относящихся к ликвидной миноритарной доле собственности)[3].

Заметьте, что когда вы формируете для частной компании эквивалент потока прибыли публичной компании, то оцениваемая компания вовсе не должна обладать всеми характеристиками потенциальных кандидатов на IPO. Уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности еще называют уровнем «как бы свободно торгуемой доли». Этой терминологией подчеркивается, что прибыли должны быть нормализованы до того объема, какой был бы, если бы компания была публичной (открытой). Все это не требует, чтобы оцениваемая компания стала бы публичной или хотя бы имела возможность стать таковой.

Выяснение природы нормализационных корректировок финансовой отчетности требует новой терминологии. Как указывалось, существуют два типа нормализационных корректировок. Не претендуя на большую оригинальность, мы просто назвали их тип 1 и тип 2:

[3] Иными словами, получение показателей стоимости путем использования ненормализованных показателей прибыли частной компании и применение скидки на недостаточную ликвидность, полученной из различных исследований ограниченных акций, привело бы не к показателю стоимости неликвидной миноритарной доли собственности, а к чему-то иному. Поскольку капитализированная прибыль не была нормализована и была применена «нормальная» скидка на недостаточную ликвидность, то заключение о стоимости оцениваемого бизнеса, скорее всего, было бы ниже уровня неликвидной миноритарной доли собственности.

- **нормализационные корректировки типа 1.** Эти корректировки элиминируют одноразовые выигрыши и потери, другие эпизодические статьи, прекращаемые операции, расходы на приобретение неоперационных активов и т.п. Каждый оценщик применяет подобные корректировки финансовой отчетности за прошлое время. Как бы их ни называли, все согласны в том, что название «нормализационные корректировки типа 1» вполне уместно;
- **нормализационные корректировки типа 2.** Эти корректировки нормализуют выплаты денежных компенсаций топ-менеджерам или собственникам, а также иные дискреционные затраты, которые могли бы не существовать в нормально функционирующей публичной компании. Не следует смешивать нормализационные корректировки типа 2 с контрольными корректировками или нормализационными корректировками типа 1.

Представленные корректировки характеризуют поток доходов, который является источником потенциальной оценки стоимости бизнеса для миноритарного инвестора. Нормализационные корректировки выявляют также базовый поток прибыли, на который может рассчитывать покупатель контрольного пакета, способный увеличить этот поток прибыли.

Оценщиков не должен смущать тот факт, что миноритарные акционеры частных (непубличных) компаний не имеют права требовать нормализационных корректировок. Как утверждают некоторые авторы, дело в том, что миноритарные акционеры частных компаний не имеют возможности изменять, например, такие условия, как выплата чрезмерных компенсаций владельцам, и потому при оценке миноритарных долей собственности якобы нет смысла делать нормализационные корректировки. Мы с этим не согласны[4]. Миноритарные акционеры публичных компаний тоже лишены права контроля. Однако они ожидают нормализационных действий. Если менеджмент публичной компании получает чрезмерно завышенные оклады или неспособен разумно управлять расходами, то миноритарные акционеры публичной компании в конце концов могут инвестировать свои деньги в другие места. И обычно рыночная стоимость подобных компаний отражает отсутствие интереса инвесторов, подвергая действующий менеджмент опасности враждебного поглощения компании (а значит, в скором времени и опасности остаться без работы).

Обладатели неликвидных миноритарных долей собственности обычно не имеют такой возможности «взять свои деньги и сбежать». Эти соображения не влияют на оценку стоимости предприятия. Скорее, они снижают стоимость доли собственности по сравнению с тем, какую пропорциональную часть стоимости предприятия она должна составлять. Это сокращение стоимости должно приниматься в расчет отдельно, но исходя из оценки стоимости предприятия в целом.

[4] См. более подробное обсуждение вопроса об Интегрированной теории в главе 3.

Нормализовать или не нормализовать?

Давайте обратимся к примеру, который использовался Мерсером во многих его устных выступлениях. Он заключается в следующем.

Рассмотрим инвестицию в партнерство. Соответствующая доля ограничена одним процентом участия. Так что здесь нет ни малейшего элемента контроля. Партнерство выплачивает за единицу (каждому участнику) 100 долларов распределенных прибылей в год, и ровно через пять лет оно будет ликвидировано.

Затем он спрашивает аудиторию, сколько слушатели были бы готовы заплатить за эту долю в партнерстве. Ответы были однообразны. Например, оценщики хотят знать, кто состоит в партнерстве и сколько оно стоит сегодня. Они хотят знать, повышается ли эта стоимость и каким темпом. Они задавали эти вопросы, потому что без ответа на них нельзя принять осознанное инвестиционное решение — для этого нет достаточной информации.

Однако многие оценщики полагают, что нормализационные корректировки типа 2 являются контрольными корректировками, и их не следует применять для оценки миноритарных долей собственности. Поступая так, они ставят читателей своих отчетов об оценке в точно такое же положение, в какое попадали инвесторы, рассматривавшие вопрос об инвестировании в доли партнерства. Для них оказалось невозможным принять осознанное инвестиционное решение из-за отсутствия достаточной информации. Другими словами, если нормализационную корректировку не выполнять, читатели отчетов (и потенциальные инвесторы) не будут ориентироваться в вопросе о стоимости самого предприятия или его способности расширяться в будущем. Но без этой информации принимать обоснованные инвестиционные решения никак нельзя.

Примеры нормализационных корректировок

Тогда как некоторые оценщики не соглашаются с применением нормализационных корректировок типа 2, мы найдем аргументы, неопровержимо доказывающие ошибочность такой позиции. Рассмотрим следующий пример (*табл. 4.2*).

Таблица 4.2. ABC, Inc. Нормализационные корректировки (тыс. долл.)

ABC, Inc. Нормализационные корректировки	Отчетные данные	Нормализационные корректировки: Тип 1 Неповторяющиеся статьи	Тип 2 Нормализация до «публичных эквивалентов»	Нормализованные данные
Объем продаж	$10,000	$0	$0	$10,000
Издержки	$5,800	$0	$0	$5,800
Валовая прибыль (gross profit)	$4,200	$0	$0	$4,200
Судебные издержки	$200	($200)	$0	$0
Компенсация за продажи (кузен Джо)	$800	$0	($100)	$700
Административные расходы (кузен Ал)	$1,800	$0	($100)	$1,700
Компенсация владельцу (Большому папочке)	$900	$0	($600)	$300
Шале (дача для Большого папочки)	$200	$0	($200)	$0
Всего издержек	$3,900	($200)	($1,000)	$2,700
Прибыль от основной деятельности	$300			$1,500
Норма прибыли (без учета задолженности)	3.0%			15.0%

В таблице 4.2 компания ABC сообщает об объеме продаж 10 млн долларов и прибыли от основной (производственной) деятельности в размере 300 000 долларов.

Предположим, что мы оцениваем ABC и теперь думаем о нормализационных корректировках. В этом конкретном оценивании требуется одна корректировка типа 1, а также несколько корректировок типа 2, относящихся к владельцу бизнеса и обладателю контрольного пакета акций:

- нормализационная корректировка типа 1 (неповторяющиеся статьи):
  - компания вела судебную тяжбу по поводу ущерба, понесенного в свое время, когда одна из ее автомашин попала в аварию. Судебные затраты, включая гонорар адвокату, составили в последний год 200 000 долларов. Расходы, связанные с судебным процессом, были вычтены из производственных издержек;
- нормализационные корректировки типа 2 (затраты на урегулирование проблемы принципал-агент и иные дискреционные затраты):
  - наше изучение продажных расходов показало, что кузен Джо, находящийся на зарплате 100 000 долларов, никакой пользы для бизнеса не приносит. Безусловно, требовалась корректировка, относящаяся к кузену Джо. Для того чтобы показать поток прибыли, «как если бы фирма свободно торговалась на рынке», пришлось элиминировать зарплату кузена Джо, то есть вычесть из приходящихся на его долю доходов — 100 000 долларов;

— кузен Ал приходит в административный отдел каждый день, но очевидно, что отделом на самом деле руководит кто-то другой, а отдача от усилий кузена Ала равна нулю. В качестве корректировки мы вычли из приходящихся на его долю в отчетном поступлении 100 000 долларов;
— Большой Папочка извлекает из бизнеса существенный доход. На основе изучения заработков следует скорректировать показатель прибыли на 600 000 долларов, рассматривая эту сделку в качестве излишнего вознаграждения; это необходимо для того, чтобы снизить расходы на эти цели до нормального рыночного уровня;
— наконец, фирме принадлежит шале — дом (дача) для загородного отдыха Большого Папочки, который обходится компании примерно в 200 000 долларов в год. Соответственно, расходы на содержание дома для загородного отдыха Большого Папочки пришлось исключить.

Суммирование корректировок типа 1 и типа 2 определило необходимость скорректировать расходы на основную (производственную) деятельность компании на 1,2 млн долларов. Это повысит прибыль от основной деятельности до уровня, который можно было бы ожидать, если бы компания была публичной (даже если, по-видимому, она никогда таковой не будет!). Нормализованная норма прибыли от основного производства составила 15%[5].

Прежде чем перейти к рассмотрению контрольных корректировок, мы сделаем еще один шаг вперед в обсуждении вопроса о нормализационных корректировках, чтобы не возникало дополнительных сомнений. Некоторые оценщики остаются при убеждении, что нормализационные корректировки типа 2 действительно являются контрольными корректировками и что их необходимо производить при оценке миноритарных долей собственности.

Почему, спрашивают они, мы не можем оценивать миноритарную долю собственности непосредственно и отказываться от нормализационных корректировок типа 2? Представим себе, что мы не выполняем эти корректировки:

- поток прибылей получается несопоставимым с потоками прибылей публичных компаний («как если бы свободно продающихся»);
- ставка дисконтирования, основанная на анализе компании-аналога, не будет в этом случае уместной, и результирующий показатель стоимости бизнеса не будет соответствовать уровню ликвидной миноритарной доли собственности;

[5] Заметьте, что этот процесс оценки, если его целью является определение показателя стоимости ликвидной миноритарной доли собственности, не игнорировал бы то влияние на стоимость компании, которое оказывается агентскими затратами (*см. выше*), связанными с Большим Папочкой и его семьей. Экономический результат чрезмерного вознаграждения (на самом деле — непропорционального распределения прибыли) существенно влиял бы на ожидаемый рост стоимости бизнеса и дивидендную политику (эти ключевые позиции Количественной модели скидок на недостаточную ликвидность — QMDM). Будут также приниматься во внимание риски недостаточной ликвидности (nonmarketability) в течение определенного прогнозируемого периода владения долей собственности.

- если необходимые нормализационные корректировки типа 2 не будут выполнены, то нельзя будет использовать и данные о скидках на недостаточную ликвидность, обычно относящиеся к ограниченным акциям и сделкам до объявления IPO с акциями открытых (публичных) компаний. Различные исследования по ограниченным акциям и сделкам по купле-продаже акций до объявления IPO базируются на оценках ликвидных миноритарных долей собственности. Если же они основываются на не подвергнутой нормализации базе, то результаты не будут соответствовать уровню ликвидной миноритарной доли собственности;
- существует неявное предположение, что акционер никогда не реализует свою пропорциональную долю в стоимости предприятия. Между тем не существует основы для определения того, какой может быть будущая терминальная стоимость. Не было бы, например, основы для оценки прогнозируемого роста стоимости предприятия сверх некоего ожидаемого периода владения акциями, поскольку исходная стоимость ликвидной миноритарной доли собственности не определена.

Вывод таков, что без осуществления нормализационных корректировок типа 2 оценщик не может убедить потребителей своих услуг в том, что его заключение об оценке соответствует уровню стоимости неликвидной миноритарной доли собственности, что обычно является задачей оценщиков миноритарных долей. И наконец, последний вывод состоит в том, что если при оценке неликвидных миноритарных долей собственности не сделаны нормализационные корректировки типа 2, то нельзя получить ни теоретических, ни практических обоснований для заключения оценщика о стоимости бизнеса.

Контрольные корректировки финансовой отчетности

В начале этой главы мы утверждали, что существуют два типа контрольных корректировок финансовой отчетности. Покупатели контрольной доли оценивают, как они могут использовать различные контрольные прерогативы для увеличения нормализованных прибылей предприятия. *Таблица 4.3* обобщает контрольные корректировки финансовой отчетности компании ABC, Inc.

1-й тип — финансовые контрольные корректировки. Финансовые контрольные корректировки приводят показатели прибыли частных (непубличных) компаний (в расчете на возможную экономию и повышение эффективности) к такому виду, который предпочтителен для типичного финансового покупателя. Однако они не представляют их такими, как если бы подвергнутые такой процедуре компании свободно торговались на рынке (это обеспечивают нормализационные корректировки).

Предусмотрительные покупатели финансового контроля могут исходить и из таких корректировок, которые способны увеличивать нормализован-

ный поток прибылей. Эти корректировки обычно возникают в результате применения новых более эффективных методов менеджмента, которые могут также влиять на прогнозируемые темпы роста скорректированных прибылей.

Таблица 4.3. ABC, Inc. Контрольные корректировки (тыс. долл.)

ABC, Inc. Контрольные корректировки	Как если бы акции свободно продавались	Финансовый контроль		Стратегический контроль	
	Нормализовано	Корректировка на уровень финансового контроля	После корректировки типа 1	Корректировка на уровень стратегического контроля	После корректировки типа 2
Объем продаж	$10,000	$0	$10,000	$0	$10,000
Издержки	$5,800	$0	$5,800	($200)	$5,600
Валовая прибыль (Gross Profit)	$4,200	$0	$4,200	$200	$4,400
Судебные издержки	$0	$0	$0	$0	$0
Компенсация за продажи	$700	($150)	$550	$0	$550
Административные расходы	$1,700	$0	$1,700	($250)	$1,450
Компенсация владельцу	$300	$0	$300	$0	$300
Шале (содержание)	$0	$0	$0	$0	$0
Всего издержек	$2,700	($150)	$2,550	($250)	$2,300
Прибыль от основной деятельности (operating profit)	$1,500		$1,650		$2,100
Норма прибыли (без учета задолженности)	15.0%		16.5%		21.0%

Финансовые контрольные корректировки уместны тогда, когда типичный покупатель предполагает, что сумеет управлять приобретаемой компанией более эффективно. Мы живем в мире ожиданий. Если предусмотрительный финансовый покупатель имеет основания полагать, что определенные изменения в организации менеджмента увеличат прибыли и/или темпы роста компании, он может разделить часть этого выигрыша с продавцом. Если при этом есть и другие покупатели с аналогичными ожиданиями, то рыночная стоимость бизнеса может снизиться, и существенная часть указанной дополнительной выгоды достанется продавцу. Финансовая контрольная корректировка может отразить ожидаемый финансовый эффект от возможных преобразований в организации менеджмента или от более высоких темпов роста в результате этих действий по более энергичному управлению компанией[6].

Например, ABC, Inc. сообщает о расходах на реализацию продукции в сумме 700 000 долларов, или 7% от объема продаж. В большинстве эффективно развивающихся компаний той же отрасли торговые расходы в среднем не превышают 5,5% стоимости продаж, так что в случае реорганизации и реструктуризации процесса реализации продукции здесь имеется потенциальная

[6] Финансовые контрольные корректировки могут найти отражение в переговорах о цене или в оценке стоимости компании на уровне контрольной доли собственности, если указанные экономические эффекты или прогнозные темпы роста, как правило, доступны многим покупателям и конкуренция среди показателей способствует передаче этих выгод продавцу.

возможность выиграть примерно 150 000 долларов. Признавая эту потенциальную возможность, финансовый или стратегический покупатель может соответственно скорректировать финансовую отчетность. И это было бы финансовой контрольной корректировкой. Как и показано в *таблице 4.3*, она повысила способность фирмы зарабатывать прибыль примерно на 150 000 долларов.

Прибыли ABC после соответствующих нормализационных корректировок возросли с 300 000 до 1 500 000 долларов, и норма прибыли выросла с 3 до 15%. С учетом финансовых контрольных корректировок прогнозируемые размеры прибыли от основной деятельности выросли дополнительно на 150 000 — до 1 650 000 долларов, то есть до 16,5%. Получается, что ABC на самом деле — это весьма прибыльная компания, и в руках новых покупателей может даже стать еще более прибыльной.

«Готовность компании к продаже» и корректировки финансовых отчетов

Должны ли оценщики рассматривать возможные действия по финансовой реструктуризации как часть процесса нормализации размеров прибыли? Этот вопрос возник из-за различия между нормализационной корректировкой типа 2, связанной с кузеном Алом, и потенциальной реорганизацией административного отдела, рассматриваемой здесь как корректировка финансового контроля.

Этот вопрос равноценен вопросу о том, дороже ли компания, готовая к продаже и действующая успешно, с приемлемой прибыльностью, чем компания, не готовая к продаже? По логике готовая к продаже компания должна стоить больше. Ясно, что если прибыли компании ABC, Inc. уже отражают потенциальную реорганизацию, то нормализованные размеры прибыли должны быть на 150 000 долларов больше, чем представлено в *таблице 4.3*. И эти прибыли должны быть капитализированы и отражены «как если бы здесь была свободно торгуемая стоимость».

Потенциальная реорганизация рассматривается в *таблице 4.4* как корректировка контроля типа 1, поскольку она представляет только потенциальную стоимость для акционеров компании ABC. Если конкурирующие финансовые покупатели признают этот потенциал и если они поднимут цену так, чтобы можно было разделить всю или часть капитализированного выигрыша, тогда этот выигрыш может найти отражение в более высокой стоимости финансового контроля. В ином случае оценка стоимости компании ABC будет отражать только нормализационные корректировки. Компания ABC не готова к продаже, и этот факт отражается в ее стоимости.

Таблица 4.4. Обобщение корректировок финансовой отчетности и уровней стоимости бизнеса (долл.)

	Типы корректировок финансовой отчетности и уровни стоимости бизнеса			
	По отчету	**Публичный эквивалент нормализованных покупателей**	**Финансовый контроль**	**Стратегический контроль**
Прибыль от основной деятельности (operating income). Чистые корректировки	**$300,000** Нет	**$300,000** $1,200,000	**$1,500,000** $150,000	**$1,650,000** $450,000
Скорректированная прибыль от основной деятельности. Вытекающая из нее прибыльность (operating margins)	**$300,000** 3.00%	**$1,500,000** 15.00%	**$1,650,000** 16.50%	**$2,100,000** 21.00%
Типы рассматриваемых корректировок	Нет	Нормализационные процедуры типа 1 и типа 2	Процедура учета финансового контроля	Процедура учета стратегического контроля
Принятые мультипликаторы прибыли от основной деятельности (долга нет, ставка дисконтирования и прогнозные темпы роста остаются неизменными)	**5.0**	**5.0**	**5.0**	**5.0**
Подразумеваемые показатели стоимости. Предполагаемые уровни стоимости	**$1,500,000** Неизвестный	**$7,500,000** Ликвидная миноритарная доля собственности	**$8,250,000** Уровень финансового контроля	**$10,500,000** Уровень стратегического контроля
Подразумеваемые отличия (вверх или вниз) от публичных эквивалентов, нормализованные оценки	–80.0%	Публичный эквивалент (Public Equivalent)	10.0% Премия за финансовый контроль	40.0% Премия за стратегический контроль
Подразумеваемые мультипликаторы к публичному эквиваленту, нормализованные оценки	1.00x	5.00x	5.50x	7.0x
Показатели оценки стоимости бизнеса. Уровень стоимости	**$1,500,000** Неизвестный	**$7,500,000** Ликвидная миноритарная доля собственности	**$8,250,000** Уровень финансового контроля	**$10,500,000** Уровень стратегического контроля
Нормализованные различия (вверх-вниз)	–80.0%	«Публичный эквивалент»	10.0% Премия за финансовый контроль	40.0% Премия за стратегический контроль
Мультипликаторы нормализованных показателей	1.00x	5.00x	5.50x	7.0x
Предполагаемая скидка на недостаточную ликвидность	**35.00%** «Типичная точка отсчета» (Typical Benchmark)	**60.00%** Основано на QMDM	Анализ свидетельствует о логическом объяснении весьма широкого диапазона премий за контроль, а также о предпочтительности поиска конкурирующих стратегических покупателей, когда продается компания. При отсутствии рынка с конкурирующими покупателями становятся бессмысленными высокие премии сверх нормализованных уровней стоимости ликвидных долей собственности	
Показатели неликвидной миноритарной доли собственности	**$975 000 (1 500 000 x 0,65)**	**$3 000 000 (7 500 000 x 0,4)**		
Комментарии к использованию нормализованных и предполагаемых публичных эквивалентов	0.65x Безусловно, неприменим. Скрывает истинную стоимость предприятия. Корень зла – отказ от использования необходимых нормализационных корректировок	2.0x Большая скидка на недостаточную ликвидность отражает агентские затраты Большого Ала (то есть неизбежный переток денег к миноритариям) в ожидаемый период владения акциями		

Корректировки 2-го типа проводятся в расчете на получение стратегического контроля. Стратегические контрольные корректировки отражают изменения, связанные с ожидаемым взаимодействием между оцениваемой компанией и другими активами, находящимися в портфеле стратегического покупателя. Такие выгоды могут возникнуть из сочетания разных источников, включая консолидацию общих и административных расходов, снижение цен на продаваемые товары и услуги в результате укрупнения масштабов продаж, а также с учетом выгод от горизонтальной или вертикальной интегра-

ции, расширяющихся возможностей получения относительно более дешевых кредитов и других. По существу, стратегические покупатели предполагают управлять купленными предприятиями не как изолированными бизнес-единицами, но в тесной связи с уже имеющимися в их собственности активами (или ожидаемыми приобретениями). Стратегические покупатели могут также искать возможности технического прорыва в своей отрасли с помощью будущих синергических эффектов, а не строительства новых предприятий с чистого листа. Они могут также предусматривать осуществление защитных мер против завоевания конкурентами их рыночного пространства.

В случае с ABC, Inc. один покупатель или большее число стратегических покупателей имеют основания полагать, что, увеличив объемы закупок, они могли бы снизить себестоимость продукции на 200 000 долларов и что консолидация общих и административных расходов могла бы дополнительно сократить расходы компании на 250 000 долларов. Таким образом, стратегический покупатель принимает в расчет не 300 000 отчетных прибылей ABC, Inc., не 1 500 000 долларов после нормализации, не 1 650 000 долларов как результат финансовых контрольных корректировок, но, возможно, 2 100 000 долларов, то есть с учетом со стратегических контрольных корректировок, как это представлено в *таблице 4.3*.

Итак, мы получили четыре различных измерения прибылей от основного производства для компании ABC, Inc. в диапазоне от 300 000 долларов до 2 100 000 долларов. Теперь мы обсудим, как эти корректировки прибылей влияют на возможную оценку стоимости компании.

Влияние корректировок показателей прибыли на потенциальную оценку стоимости бизнеса

Корректировки финансовой отчетности имеют большое значение для определения показателей прибыли компании в целях ее капитализации при применении методов, относящихся к доходному или рыночному подходам при оценке стоимости бизнеса, а также для определения исходного уровня прибыли, от которого отталкиваются при прогнозе в рамках использования методов дисконтирования будущих выгод.

Разумеется, роль суждений оценщика при определении необходимых корректировок финансовой отчетности достаточно велика. Надеемся, что представленная в этой главе терминология и проведенный анализ, вместе с предшествовавшим обсуждением проблем Интегрированной теории, продемонстрируют важность корректировок финансовой отчетности и формулируемых при этом заключений.

Таблица 4.4 обобщает анализ каждого из измерений прибыли ABC, Inc. от основной деятельности. Каждый уровень скорректированной прибыли капитализирован с применением доналогового мультипликатора 5,0x. Как указывалось выше, ставка дисконтирования не меняется в зависимости от категории инвесторов (мы также предполагаем общий подход к прогнозируемому темпу роста прибыли).

Оценки на уровне предприятия рассчитаны применительно к соответствующим уровням стоимости, причем были представлены премии и скидки к уровню ликвидной миноритарной доли собственности. Скидки на недостаточную ликвидность применены к оценкам стоимости ликвидных миноритарных долей собственности, какими они могли бы быть нормализованными в финансовой отчетности. Приведены также объясняющие комментарии.

Мы представляем следующие заключения, вытекающие из анализа показателей *таблицы 4.4*:

- если целью оценки стоимости бизнеса является обоснование показателя стоимости на уровне неликвидной миноритарной доли собственности компании, то в ситуациях, подобных охарактеризованной в *таблице 4.4*, оценщики, не сумевшие провести нормализацию финансовой отчетности, практически не имеют шанса получить разумный показатель указанной оценки стоимости бизнеса. В данном случае капитализация отчетной прибыли от основной деятельности компании дает результат, составляющий 20% от приемлемого показателя стоимости неликвидной доли собственности компании (1 500 000 долларов в сопоставлении с 7 500 000 долларов). Иными словами, без нормализации показателей прибылей инвесторы в неликвидные миноритарные доли собственности вынуждены будут неограниченное время выплачивать агентские затраты;
- применение обычных скидок на недостаточную ликвидность, основанное на анализе сопоставимых компаний, только осложняет обозначенную выше проблему;
- представленный пример показывает, что разные типы покупателей вполне могут исходить из разных доходных потенциалов применительно к одной и той же компании;
- важно учитывать различие между типами корректировок, чтобы понимать, о каком уровне потока прибыли идет речь. Например, если на горизонте не наблюдаются никакие стратегические покупатели данной компании, то включение стратегических контрольных корректировок способно лишь неразумно преувеличить стоимость выставленной на продажу компании;
- из этого следует, что бездумное применение так называемой типичной премии за контроль в 40% (или около того) к показателю стоимости, полученному с применением нормализованного потока прибыли, имеет тенденцию к завышению стоимости оцениваемой компании, если не ожидается конкуренция среди ее потенциальных покупателей;
- если оценщики опираются на разные предположения относительно нормализационных и контрольных корректировок, возможен широкий разброс результативных показателей стоимости на уровне неликвидной миноритарной доли собственности;
- неправомерно применять премии за контроль к стоимостному показателю, который уже учел финансовые и стратегические контрольные корректировки, поскольку подобные премии учтены в капитализированной стоимости бизнеса:

— применение премии за контроль в тех случаях, когда не осуществлены контрольные корректировки, связано с тем, что такие выигрыши действительно могут существовать и что в случае ориентации на учет в такой трансакции справедливой рыночной стоимости типичные покупатели будут готовы за эти выигрыши платить;
— так, например, стоимость стратегического контроля в 10 500 000 долларов могла бы быть вычислена как указывалось или же путем прибавления 40-процентной премии за контроль к стоимости ликвидной миноритарной доли собственности в 7 500 000 долларов. В любом случае сохраняется предпосылка о приемлемости суммы в 600 000 долларов в виде комбинированной корректировки, учитывающей финансовый и стратегический контроль;

- далее, при использовании методов дисконтированных будущих выгод:
  — никакая премия за контроль не может применяться к рассчитываемым показателям стоимости, основанным на прогнозах, которые учитывают финансовые или стратегические контрольные корректировки;
  — если прогноз не учитывает контрольные корректировки показателя прибыли, то может оказаться целесообразным применение соответствующей премии за контроль. Однако эта премия будет относиться к ожидаемым выгодам, за возможность получения которых готов платить покупатель. В ином случае она приведет к завышенной оценке стоимости бизнеса.

Природа премий за контроль

Премии за контроль и справедливая рыночная стоимость бизнеса (FMV)

Комбинируя практический анализ, представленный в этой главе, с концептуальным анализом на основе Интегрированной теории в главе 3, мы теперь рассмотрим несколько вопросов, которые возникают у оценщиков, обосновывающих показатели стоимости контрольных долей собственности в соответствии со стандартом справедливой рыночной стоимости (FMV):

- Являются ли типичные покупатели финансовыми покупателями?
  — Оценщику может потребоваться оценить рынок для аналогичных предприятий, чтобы установить природу так называемого типичного покупателя при обосновании справедливой рыночной стоимости приобретаемого бизнеса (контрольного пакета).
  — Финансовые покупатели могут считать (believe), что они способны увеличить поток прибыли, и это убеждение (belief) можно будет учитывать при формировании сделки.
  — Если отсутствуют приемлемые возможности увеличения денежных потоков, то не может применяться премия за контроль стои-

мости ликвидной миноритарной доли собственности (то есть к стоимости, рассчитанной на основе нормализованных денежных потоков).

- Являются ли типичные покупатели стратегическими покупателями?
  - — Еще раз скажем: для того чтобы утвердиться в своем понимании типичного покупателя, оценщику может потребоваться оценить рынок, на котором происходят акты купли-продажи предприятий, аналогичных оцениваемому предприятию.
  - — Стратегические покупатели могут рассчитывать на то, что они способны провести изменения, увеличить поток прибыли и могут отразить такого рода предполагаемые изменения при формировании цены приобретаемого бизнеса, особенно если в расчете на его покупку появляется достаточно много конкурирующих претендентов — стратегических покупателей.
  - — Стратегические покупатели могут платить премию на более высоком уровне, чем на то способны типичные финансовые покупатели. Однако понятно, что разумный стратегический покупатель добровольно не будет платить больше, чем необходимо для победы в конкуренции над следующим по силе стратегическим покупателем.
  - — Рассуждения о стратегических покупателях могут оказаться непригодными в контексте определений справедливой рыночной стоимости. Например, если на конкретном рынке нет стратегических покупателей, вряд ли следовало бы рассуждать о премии за контроль, основанной на учете стратегических денежных потоков, ориентированных на результаты применения стратегических контрольных корректировок. С другой стороны, если вероятные покупатели имеют стратегические намерения, например, осуществления консолидации в отрасли, может оказаться приемлемым рассмотрение потенциальных стратегических контрольных корректировок в контексте определения справедливой рыночной стоимости. Опять-таки оценщики могут проводить соответствующие корректировки в контексте общего анализа условий функционирования оцениваемого предприятия и вероятного рынка для этого предприятия.
- Чем объясняется применение премии за контроль?
  - — Оценщик может применять соответствующие премии сверх стоимости ликвидной миноритарной доли собственности, однако такие премии за контроль не возникают автоматически. Оценщики должны хорошо обдумать условия применения этой премии, готовя оценку стоимости бизнеса по его справедливой рыночной стоимости.
  - — Желание покупателя «поскорее довести дело до конца» может привести к повышению предлагаемой цены, что будет выглядеть как более высокая премия. Если это случается, то могут возник-

нуть элементы принуждения в установлении цены, а это снижает возможность применения информации о подобных сделках для установления справедливой рыночной стоимости приобретаемого бизнеса.

— Покупатели, действующие не по принципам рациональности, могут уплатить любую цену, на которую способны, но это вряд ли помогает определению справедливой рыночной стоимости.
— Само определение справедливой рыночной стоимости не позволяет учитывать элементы принуждения и иррациональности при установлении справедливой рыночной стоимости.

Премии за контроль — результаты оценки, но не движущие драйверы стоимости (Valuation Results, Not Value Drivers)

Здесь было бы уместно вспомнить теоретическую дискуссию вокруг премии за контроль в контексте практического обсуждения вопроса о корректировках потока прибыли. Премия за контроль (CP — Control Premium) наблюдается тогда, когда публичная компания приобретается по цене более высокой, чем заранее объявленная, свободно предлагаемая цена. Объявленная цена приобретения публичного предприятия, или контрольная стоимость (CV — Control Value), может быть представлена как функция стоимости ликвидной миноритарной доли компании, или предварительной оценки (MMV — Marketable Minority Value), так:

$$CV = MMV \times (1 + CP)$$

До объявления о приобретении бизнеса стоимость ликвидной миноритарной доли отражает заданный мультипликатор к нормализованной прибыли ($Earnings_n$):

$$CV = (Earnings_n \times M) \times (1 + CP)$$

Альтернативно, контрольная стоимость может быть выражена в терминах ожиданий покупателя контроля относительно будущих прибылей. Как мы показывали, контрольные стоимости основываются на прогнозируемой способности компании генерировать прибыль с точки зрения предполагаемого покупателя; при этом уровень этой способности генерировать прибыль после приобретения компании основан на ожидаемой экономии или синергии, которые доступны только этому приобретателю ($Earnings_c$). Таким образом, стоимость контроля может быть также выражена с точки зрения покупателя:

$$CV = Earnings_c \times M$$

Объединив оба эти выражения, получим:

$$(Earnings_n \times M) \times (1 + CP) = Earnings_c \times M$$

Это выражение показывает, что премия за контроль связывает два выражения стоимости: цену, складывающуюся на открытом рынке в левой части уравнения, и объявленную цену приобретения — в правой. Наблюдаемые премии за контроль не являются драйверами стоимости. Скорее, они отражают воплощенный в стоимости результат действия глубинных экономических и финансовых факторов, характерных для приобретаемого бизнеса. Оценщикам следует весьма осторожно при оценивании применять премии за контроль, особенно когда они значительны по размерам.

Наконец, если мы предположим, что ставка дисконтирования и ожидаемые темпы роста (обозначенные как M) те же самые, что и рыночная ставка дисконтирования для открытых компаний, приведенное соотношение может быть упрощено следующим образом:

$$\text{Earnings}_n \times (1 + CP) = \text{Earnings}_c$$

Поскольку премия за контроль представляет собой наблюдаемую взаимосвязь между нормализованными потоками прибыли предприятия на уровне публичной компании и ожидаемыми денежными потоками, которые способен обеспечить приобретатель компании, то далее должно быть понятно, что нам не следует применять премии за контроль без одновременного изучения мультипликаторов к прибылям, учитываемым в процессе приобретения. Это же относится и к подразумеваемым мультипликаторам к прибыли оцениваемых предприятий, представляемым в результатах оценки их стоимости. Наблюдаемые премии за контроль представляют собой выгоду от увеличения потоков ожидаемой прибыли публичной компании, которая должна быть получена акционерами проданной компании (*см. Приложение 4А*).

Заключение

В этой главе с практической точки зрения рассматривались те концептуальные положения, которые обсуждались при обосновании Интегрированной теории оценки стоимости бизнеса. Мы вовсе не утверждаем, что оценщики, которые не используют представленные в этой главе условия корректировки финансовых отчетов, ошибаются. Мы полагаем, однако, что эта терминология, включающая нормализационные корректировки типа 1 и типа 2, а также корректировки финансового и стратегического контроля способны помочь оценщикам понять, как влияют оценочные корректировки на их (оценщиков) выводы и заключения. Эта терминология делает понятным, к какому уровню стоимости приводит применение того или иного конкретного метода оценивания.

В следующей главе мы рассмотрим иной тип оценочной корректировки. Это — фундаментальная корректировка, которая может пригодиться при использовании данных сравнимых предприятий-аналогов или сравнимых сделок в качестве основы для обоснования учета факторов капитализации.

Приложение 4-А

Назидательная история

Недавно нас попросили проверить оценку, подготовленную другой оценочной фирмой. Хотя при оценке использовалось несколько методов, два из них подходят для нашего рассказа: метод сравнимых сделок и метод сравнимых компаний. Поскольку оценка проводилась на основе контрольной доли собственности, оценщик рассчитал стоимость ликвидной миноритарной доли собственности с использованием метода сравнимых компаний и прибавил премию за контроль.

Отрасль, к которой относилась оценнваемая компания, в то время находилась в фазе консолидации, и в ней активно развивалась деятельность по приобретению и поглощению как частиых, так и публичных компаний. В этой отрасли в центре внимания были мультипликаторы к EBITDA, по которым рассчитывалась плата за приобретения. Исследование, проведенное оценщиком, выявило множество приобретений аналогичных компаний в последние годы — примерно около сотни. Весь период временн до даты оценки средние и медианные мультипликаторы в оплаченной цене приобретенных компаний составляли преимущественно примерно 11x. Оценщик, применяя метод сравнимых сделок, использовал именно такой мультипликатор к EBITDA.

В рамках метода сравнимых предприятий была рассчитана стоимость ликвидной миноритарной доли собственности (оцениваемой компании). Интересно, что в этом случае к нормализованной EBITDA был применен мультипликатор около 10x. Впоследствии оценщик изучил данные о премиях за контроль, представленные в издании Mergerstat Control Premium Study. Были найдены две сделки, в которых участвовали примерно такие же компании, как и оцениваемая. Премии же за контроль в каждой из них составила порядка 100%. Опираясь на дискуссию, приведенную в кратком комментарии к расчетам или на что-то подобное, оценщик сделал вывод, что приемлемыми будут премии за контроль от 60 до 90%. Средняя между ними составила 75%. Эту характеристику оценщик использовал в качестве премии за контроль (в 75%).

Результат применения метода сравнимых публичных (открытых) компаний был существенно выше, чем другие показатели стоимости в данном оценочном исследовании. На самом деле он отражал мультипликаторы от 17x до 19x (то есть 10,0 × (1 + 75%)). Вспомним, что в рамках метода сравнимых сделок медианные и средние мультипликаторы к EBITDA в многочисленных изученных сделках составили примерно 11x. Оценщику следовало бы попытаться как-то объяснить различия между 11x и 19x, но, к сожалению, он этого не сделал.

Выясняется, что два приобретения, рассмотренные по Mergerstat Control Premium Study, были отражены среди сделок, изученных для метода сравнимых сделок. Для этих сделок мультипликаторы составили соответственно 10x и 11x к EBITDA. Таким образом, оценка с применением мультипликатора 19x EBITDA ничем не была оправдана. Отсюда отчет об оценке утратил необходимую достоверность, поскольку продемонстрировал неспособность его авторов понять экономические условия формирования цен приобретения предприятий в той отрасли, к которой относилась оцениваемая компания.

Глава 5

Фундаментальные корректировки рыночных ставок капитализации

Введение

До сих пор мы обсуждали два типа оценочных корректировок, используемых оценщиками:

- **концептуальные корректировки** (глава 3):
  - — премии за контроль;
  - — скидки на миноритарный характер доли собственности;
  - — скидки на недостаточную ликвидность миноритарной доли собственности;
- **корректировки потоков доходов** (глава 4):
  - — нормализационные корректировки (типа 1 и типа 2);
  - — контрольные корректировки (финансовые и стратегические).

Интегрированная теория способствует глубокому пониманию концептуальных корректировок. Мы определили концептуальные корректировки в контексте таких фундаментальных элементов оценивания, как денежный поток, риск и темп роста. Стоимость бизнеса на уровне предприятия есть функция денежных потоков предприятия, рисков, а также потенциала его роста. Стоимость бизнеса на уровне акционера есть функция ожидаемых денежных потоков в виде дивидендов, рисков, с которыми могут встретиться акционеры, и потенциала роста (увеличения стоимости капитала) объекта оценки.

Очень важно понимать корректировки, которые в процессе оценивания применяются к потоку доходов — почему и когда те или иные корректировки бывают необходимы, а почему и когда — нет. Мы показали, например, что при оценке миноритарных долей собственности отказ от нормализационных корректировок ведет к совершенно неправильным результатам оценки.

Теперь рассмотрим третью категорию оценочных корректировок — **фундаментальные корректировки**. Эти корректировки используются оценщиками в рамках метода сопоставимых компаний. Мы уже довольно давно исследовали понятие фундаментальных корректировок. В книге Valuing Financial Institutions, опубликованной в 1992 году, мы следующим образом очертили

контуры этой проблемы: «Оценщики бизнеса и банков встречаются с трудностями при определении ставки капитализации в ситуациях, когда им не удается выделить группу сопоставимых публичных компаний, данные по которым можно было бы принять за основу расчетов. В этом может некоторую помощь оказать модель АСАРМ (модель скорректированной оценки капитальных активов, рассмотренная в главе 6).

Но иногда аналитики встречаются со столь же неопределенной задачей применительно к группе сопоставимых публичных компаний: как на основе информации о них оценивать» доходы объекта оценки? Вопрос для аналитика прост: как обосновать существенную скидку по отношению к коэффициентам P/E, рассчитанным по данным о группе сопоставимых публичных компаний-аналогов, даже когда и без того кажется совершенно очевидным, что для оцениваемой непубличной компании требуется намного более низкий мультипликатор?

Хотя группа сопоставимых публичных компаний-аналогов и дает объективную информативную основу для сравнения с результатами оцениваемой компании, либо если иметь в виду средние величины по группе (например, среднюю или медиану), либо с учетом показателей отдельных компаний этой группы, аналитики все же часто принимают решение о произвольном установлении размеров скидки по отношению к средней величине соответствующего показателя по группе компаний-аналогов, например, пишут так: «...скидка порядка 50%, установление которой основывается на нашем детальном анализе...». Они таким образом получают, по их мнению, правильный (то есть более разумный и реалистичный) оценочный мультипликатор, который можно применить к оцениваемой компании[1].

Вначале мы говорили о фундаментальных корректировках как о фундаментальных скидках. Со временем мы поняли, что частные (непубличные) компании при сравнении с группами сопоставимых публичных компаний-аналогов могут иметь как преимущества, так и недостатки, и поэтому стали употреблять термин «фундаментальные корректировки».

Часто задаваемые вопросы

- Что такое фундаментальные корректировки и как должны оценщики их определять и применять?
- Каковы различия между фундаментальными корректировками, применяемыми в отношении к отдельным акциям или к общим показателям оценки капитала компании?
- Почему оценщик, приступая к оценке неликвидных миноритарных долей собственности, должен в общем случае начинать с оценок на уровне ликвидной миноритарной доли собственности?

[1] *Mercer Z.C.* Minority Interest Valuation Methodologies. Valuing Financial Institutions. — Homewood, IL: Business One Irwin, 1992. — P. 235.

Вернемся к «гроздьям» стоимости

Приступая к рассмотрению понятия «фундаментальные корректировки», будет уместно вкратце обратиться к «гроздьям» стоимости (Grapes of Value). Мы начнем с буквы А (мир альтернативных инвестиций) (alternative investment world) вследствие непосредственной связи этого понятия с методом использования данных о сопоставимых компаниях. Хотя примеры, приведенные в последующем обсуждении, берутся из практики применения метода сопоставимых компаний-аналогов, представленные при этом соображения применимы в отношении и сравнительных сделок, касающихся целых компаний, и сравнительных сделок с ограниченными акциями публичных компаний или любых иных случаев, где сравниваются частные (непубличные) предприятия с публичными компаниями, участвующими в рыночных трансакциях.

A — мир стоимости — это **мир альтернативных инвестиций** (alternative investment world). Мы оцениваем частные предприятия или доли собственности в частных предприятиях в сопоставлении с альтернативными инвестициями. Используя метод сопоставимых компаний-аналогов, например, мы рассматриваем группу одинаковых (или сопоставимых) публично торгуемых предприятий, чтобы на основе информации о них сформировать оценочные измерители, применимые к частным компаниям.

G — мир стоимости — это **растущий мир** (growth world). Инвесторы приобретают пакеты акций, рассчитывая, что соответствующие предприятия будут расти и что стоимость их инвестиций будет со временем увеличиваться. Следовательно, сравнивая частные предприятия с группой сопоставимых публичных предприятий-аналогов, важно изучить присущие всем им перспективы роста.

R — мир стоимости — это мир, в котором **риск** (risk) не только существует, но и вознаграждается. Это означает, что, сравнивая оцениваемые частные предприятия с группами сопоставимых публичных предприятий-аналогов, оценщики должны объяснять различия в относительной степени рисков для тех и других.

P — мир стоимости — это **мир текущей стоимости** (present value). В тех пределах, в которых одна инвестиция более рискованна, чем другая, этот больший риск снижает текущую стоимость будущих денежных потоков, а значит, и стоимость бизнеса (предприятия).

E — мир стоимости — это **мир ожиданий** (expectational world). Оценщикам важно понимать перспективы роста как сопоставимых публичных компаний-аналогов, так и оцениваемого предприятия. При этом важно также изучать влияние различий в соответствующих прогнозах будущего ожидаемого развития на стоимость оцениваемого предприятия.

S — мир стоимости — это **разумный и рациональный мир** (sane and rational world). Хотя, безусловно, на рынке всегда могут встретиться очаги иррациональности, в целом свободные рынки

действуют с безжалостной рациональностью. Аналитик обязан выявлять подспудную рациональность, отражающуюся в рыночных трансакциях.

Седьмой принцип «гроздьев» стоимости — это **знание** (knowledge). Приведенный обзор обозначил рамки последующего обсуждения фундаментальных корректировок, применяемых при расчете оценочных мультипликаторов для частных (непубличных) предприятий на основе их сравнения с публичными компаниями (или с иными публичными трансакциями).

Общее представление о фундаментальных корректировках

В главе 3 мы иллюстрировали уровни стоимости, прибегая для этого к модели Гордона. Основы оценки стоимости любого бизнеса сводились к уравнению:

$$V = \frac{CF}{r - g} \tag{5.1}$$

Когда мы изучаем мультипликаторы цена/прибыль по сопоставимым публичным компаниям, то наблюдаемые мультипликаторы представляют собой некий сплав рыночного представления об r каждой компании и ожидаемого g. Используя рыночный подход, аналитик обычно рассматривает рыночные мультипликаторы непосредственно и не пытается рассчитать ни r, ни g отдельно. Неявно предполагается, что публикуемые данные о доходах публичных компаний уже нормализованы[2]. В некоторых случаях аналитик может на самом деле проводить нормализационные корректировки для отдельных публичных компаний до расчета мультипликаторов, основывающихся на показателях прибыли.

При оценке частной (непубличной) компании оценщики капитализируют нормализованные денежные потоки предприятия на основе приемлемой для данного частного предприятия ставки дисконтирования и ожидаемого роста его доходов от основного бизнеса.

Другими словами, оценщики могут обосновать разумные показатели оценки, если ставка дисконтирования и прогнозируемый рост денежных потоков получили приемлемую оценку.

Фундаментальные корректировки, порождаемые различиями в рисках

Цель сопоставления оцениваемой частной компании с сопоставимыми публичными компаниями-аналогами состоит в обосновании соответствующей

[2] Даже если у публичной компании имеются необычные или неповторяющиеся статьи в расходах самого последнего времени (12 месяцев), открытые рынки на самом деле нормализуют эти результаты, фокусируя доходы следующего года.

ставки дисконтирования или ставки капитализации для оцениваемой частной компании. Поступая так, оценщик должен понимать, что приемлемая ставка дисконтирования для оцениваемой компании может быть меньше, равна или больше подобной ставки для сопоставимых публичных компаний-аналогов.

Весьма часто бизнес оцениваемой частной компании оказывается более рискованным, чем бизнес сопоставимых публичных компаний. Например, она (частная компания) может быть меньше по размеру, иметь относительно более склонные к риску ключевые фигуры, узкую клиентскую базу и другие факторы риска, не свойственные всем или большинству избранных для сравнения публичных компаний. Скептически настроенный читатель может возразить, что при таких обстоятельствах отобранные для сравнения публичные компании недостаточно сопоставимы с оцениваемым частным предприятием. Однако согласно общей практике (а также исходя из предположений юристов и клиентов), если имеются публично торгуемые компании, в чем-то схожие с объектом оценки, даже если они намного крупнее, их тоже следует принимать в расчет.

Как подробно обсуждается далее в главе 6, обычной практикой при использовании доходных методов является кумулятивное наращивание (build-up) ставки дисконтирования. Аналитики привычно прибавляют небольшие премии к базовой стоимости акции, определяемые с помощью CAPM. Это обычно рыночная премия за более высокую степень риска малых компаний по сравнению с компаниями с относительно более высокой капитализацией. Кроме того, аналитики оценивают для конкретных частных предприятий специфическую премию за риск, которая прибавляется к другим компонентам кумулятивно формируемой ставки дисконтирования. Иными словами, аналитики корректируют данные о доходности акций на открытом рынке (взятые из изданий Ibbotson Associates или иных источников), используемые для прогнозирования доходности публичных компаний. Речь идет об учете рисков, связанных с размерами компаний и влиянием других факторов. По существу, они выполняют фундаментальные корректировки применительно к обоснованию ставок дисконтирования. Аналитики поступают так ради получения достоверных показателей стоимости для оцениваемых предприятий.

Теперь рассмотрим метод сопоставимых публичных компаний. Предположим, бизнес оцениваемого предприятия является более рискованным, чем это характерно для сопоставимых публичных компаний. При прочих равных условиях (например, исходя из прогнозируемого роста прибылей), прямое применение мультипликаторов публичных компаний к оцениваемому частному предприятию привело бы к завышенной оценке последнего.

Почему? Потому что денежные потоки нормализованы до базисного уровня, эквивалентного характеристикам публичных компаний, а прогнозы их роста сопоставимы. Однако если менее значительная (lower) ставка r для группы публичных предприятий была применена к нормализованным денежным потокам частного предприятия, то тем самым относительно более высокий риск ведения бизнеса частного предприятия не был учтен в мультипликаторе публичной компании-аналога.

Фундаментальные корректировки, порождаемые различиями в прогнозах роста

Как и риски, прогнозы ожидаемого роста для оцениваемой частной компании могут быть такими же, менее или более высокими, чем прогнозы ожидаемого роста, лежащие в основе мультипликаторов публичных компаний. Достаточно часто (на самом деле очень часто) случается, что реалистичные прогнозы роста для частной компании — объекта оценки бывают ниже, чем прогнозы роста, лежащие в основе формирования цен (на акции) на публичном рынке[3]. Знакомство с публичными рынками чрезвычайно важно для рассмотрения сравнительных прогнозов роста частных и публичных компаний:

- для частных компаний изучение роста за прошлое время может дать лучшие основания для прогнозирования будущего роста, хотя нередко в процессе оценки частных компаний можно обнаружить излишне оптимистические прогнозы («прогнозы в форме хоккейной клюшки»). В подобных случаях вопрос один: «Насколько реалистичны результаты прогнозов в свете истории и текущих условий деятельности частного предприятия?»;
- для публичных (открытых) компаний изучение роста за прошлые годы может дать лишь некоторые указания на возможные прогнозы будущего роста, лежащего в основе формирования курса акций. Эти прогнозы, однако, могут выводиться из мультипликаторов цена/доходы. Далее, аналитики, располагающие данными о многих публичных компаниях, публикуют оценку будущих темпов роста для одного, двух лет и, возможно, для пятилетнего периода[4].

В рамках метода непосредственной капитализации аналитики прогнозируют будущие темпы роста, чтобы конвертировать оцененные ставки дисконтирования в ставки капитализации. Прогнозы темпов роста, естественно, базируются на анализе финансовых результатов прошлых лет, учете текущих общеэкономических и отраслевых условий, а также оценки производственных возможностей компании, управленческих ресурсов и ее способности к изменениям. На основе личного опыта, дискуссий с сотнями оценщиков и просмотра сотен отчетов об оценке можно смело сказать, что обычно прогнозные темпы роста частных компаний не превышают 10%. При использовании методов дисконтированного денежного потока такое наблюдение тоже справедливо, ког-

[3] Аналитики могут сравнить данные о росте оцениваемой частной компании за прошлые годы с показателями роста публичных сопоставимых компаний и найти сходство в уровнях и/или характеристиках этих данных. В таких условиях было бы естественно применить медианные или типичные мультипликаторы публичных компаний при оценке стоимости частной компании. Однако это приведет к ошибке, если прогнозы роста, учитываемые при текущем формировании рыночных цен, существенно отличаются от прошлых показателей и выше, чем ожидания будущего роста оцениваемой частной компании. Вспомните букву E в нашей аббревиатуре (grapes): мир стоимости — это мир ожиданий (E — expectational world).

[4] Вспомните из главы 1, что оценки роста прибыли в расчете на одну акцию (EPS), которыми оперируют аналитики, не равны темпам роста прибыли от основного производства из модели Гордона.

да для расчета показателей терминальной стоимости применяется прямая капитализация.

Однако эффективный долговременный темп прироста G_e, учитываемый в процессе формирования цен на акции публичных компаний, часто близок к тем же 10% или даже чуть больше. Оценщики, которые при использовании доходных методов берут заметно более низкие темпы роста, в неявной форме прибегают к фундаментальным корректировкам.

При прочих равных условиях (например, рисках), завышенная оценка порождается применением оценочных мультипликаторов публичных компаний непосредственно к показателям деятельности частных предприятий, имеющих более низкие ожидаемые темпы роста. (Противоположное происходит, когда прогнозы темпов роста частных компаний выше, чем у публичных компаний.) Поэтому аналитики должны подумать, подходят ли фундаментальные корректировки для объяснения результатов разных прогнозов будущих темпов роста.

Фундаментальные корректировки под другим названием

Большинство оценщиков, даже те, которые никогда не пользуются термином «фундаментальные корректировки», используют примерно то же понятие в процессе выполнения оценочных исследований. Действительно, каждый оценщик, который выбирает мультипликаторы выбранной группы сопоставимых компаний-аналогов, отличные от медианного значения (или, может быть, среднего уровня), неважно — выше или ниже, в неявной форме использует понятие фундаментальной корректировки. Основываясь на результатах сопоставлений с оцениваемой компанией, оценщики часто выбирают мультипликаторы, которые выше или и ниже показателей, характеризующих центральную тенденцию для группы публичных предприятий. Поступая так, они применяют понятие фундаментальной корректировки не менее всех других специалистов, которые определяют характеристики конкретных корректировок.

В следующем разделе приводятся практические примеры обоснования фундаментальных корректировок либо с помощью количественных методов, либо путем выбора оценочных мультипликаторов иных, чем медиана (или средняя), для группы сопоставимых предприятий-аналогов — для применения их к измерениям деятельности частной компании.

Практические приемы для обоснования фундаментальных корректировок

Квантификация фундаментальных корректировок с использованием ACAPM

Рассмотрим две компании одной и той же отрасли: Publico и Privateco. Privateco несколько меньше, чем Publico, причем имеет проблемы с составом клиентуры и с зависимостью владельца контрольного пакета акций от ключе-

вых лиц. С помощью этих двух компаний, а также широкой группы сопоставимых компаний-аналогов мы можем проиллюстрировать один из возможных способов для обоснования приемлемой фундаментальной корректировки, применяемой в рамках метода сопоставимых компаний-аналогов.

Сравним Publico и Privateco. Рынок акций Publico достаточно ликвиден для компании с относительно невысокой капитализацией. На дату оценки текущая цена ее акций представляет мультипликатор цена/прибыль 17x, как показано в строке 6 *таблицы 5.1.* Этот мультипликатор корреспондирует ряду потенциальных ожиданий относительно ставки дисконтирования и прогнозируемых темпов роста доходов от основного производства. После прямого расчета одной их этих ставок мы можем разобраться с другой. Например, как показано в таблице 5.1, наблюдаемый мультипликатор 17,0x соответствует норме капитализации 5,9%. Если предполагается, что ставка дисконтирования равна 15,5%, то подразумеваемый темп прироста прибыли от основного производства составляет 9,6%.

Таблица 5.1. Сравнение ставок капитализации для Publico и Privateco (рассчитайте ставку дисконтирования для Publico и скорректируйте ее применительно к Privateco) (%)

Строка	Компоненты ставки капитализации	Publico	Privateco	
1	Базовая ставка дисконтирования (R)	15.5%	15.5%	Рассчитано для Publico
2	Специфический риск данной компании (SCR)	0.0%	2.0%	Более высокий риск
3	Ставка дисконтирования для собственного капитала (R)	15.5%	17.5%	
4	Ожидаемый темп прироста (G_e)	–9.6%	–7.0%	Более низкие ожидаемые темпы роста
5	Ставка капитализации ($R - G_e$)	5.9%	10.5%	
6	Мультипликатор P/E $1/(R - G_e)$	17.0	9.5	Более низкий предполагаемый мультипликатор P/E для Privateco
		Наблюдаемый мультипликатор		
7	**Эффективная фундаментальная корректировка**		**–44.0%**	

Совершенно ясно, что бизнес компании Privateco более рискованный, чем бизнес Publico, в основном из-за рисков, связанных с ролью единственной ключевой фигуры и с ограниченностью клиентской базы. Принимая дополнительный риск равным 2% (строка 2) и прибавив соответствующую премию к основной ставке дисконтирования для Privateco, получаем окончательную ставку дисконтирования для последней, равную 17,5%. Если теперь мы предположим, что подходящий для Privateco прогнозный темп прироста прибыли от основного производства (G_e) составляет 7,0% (строка 4), то в строках 5 и 6 рассчитаем ставку капитализации 10,5% и соответствующий мультипликатор P/E, равный 9,5%.

Фундаментальная корректировка представляет собой разницу между наблюдаемым мультипликатором для Publico и оцененным мультипликатором для Privateco, основанным на особом рассмотрении ставки дисконтирования и прогнозируемых темпов прироста для последней компании. Указанная фунда-

ментальная корректировка, основанная на этом анализе (базирующемся на методах доходного подхода), составляет 44% (9,5/17,0%).

Анализ показывает, что Privateco не только более рискованная, но и растущая более медленно компания, чем Publico. Зная эти фундаментальные различия, оценщики могут тем или иным способом скорректировать мультипликатор 17x, наблюдаемый для Publico, чтобы получить в конце концов адекватный показатель стоимости бизнеса для компании Privateco.

На практике оценщики выполняют фундаментальные корректировки с помощью нескольких способов:

- производят количественный анализ рисков и различий в темпах роста, как это описано выше;
- отметают заведомо неприемлемые мультипликаторы (слишком высокие или слишком низкие) и выбирают мультипликатор, основанный на скорректированных медианном или среднем значениях (по группе сопоставимых компаний-аналогов);
- из ряда мультипликаторов для определенного уровня доходности нескольких компаний оценщик по собственному усмотрению выбирает мультипликатор именно той компании, которая представляется ему наиболее подходящей, для сопоставлений;
- из ряда мультипликаторов для определенного уровня доходности выбирается тот мультипликатор, который оценщику представляется наиболее подходящим.

Независимо от применяемой методики расчетов, понятие фундаментальной корректировки используется всегда, когда к оцениваемой компании применяется оценочный мультипликатор иной, нежели медианное или среднее значение по группе сопоставимых публичных компаний-аналогов. Вопрос не в том, чем гарантируется правильность фундаментальных корректировок, а скорее в том, как лучше их определить и обосновать.

В следующем разделе мы представим один из рекомендуемых приемов (основанный на оцененном риске и различиях в темпах роста) для расчета приемлемых фундаментальных корректировок.

Определение фундаментальной корректировки с помощью модели АСАРМ. Метод, основные черты которого описаны в сравнении между компаниями Publico и Privateco, может быть полезным средством количественного обоснования фундаментальных корректировок применительно ко многим приложениям метода сопоставимых компаний. После оценки подходящих для публичных компаний ставок дисконтирования модель Гордона может быть использована для оценки предполагаемых долговременных темпов прироста G, в конечном счете учитываемых в ценах акций сопоставимых публичных компаний[5]. В *таблице 5.2* определяется та дисконтная ставка в 15,5%, которая была принята для компании Publico в *таблице 5.1*.

[5] Модель может быть использована при определении также и иных переменных для данной публичной компании, однако, не обеих переменных одновременно.

Таблица 5.2. Расчет ставки дисконтирования для компании Publico (определение долговременного темпа прироста группы сопоставимых публичных компаний-аналогов; компания Publico представляет медиану для группы сопоставимых компаний-аналогов) (%)

Строка	Анализ условий роста сопоставимых (публичных) компаний			Источники, комментарии
1	Доходность долгосрочных государственных облигаций на момент погашения		4.9%	На март 2003 года
2	Общераспространенная премия Ибботсона на собственный капитал	6.2%		На основе анализа компании Mercer Capital
3	x Отраслевая бета	1.2		
4	Скорректированная на бету общая премия на собственный капитал	7.4%		
5	+ Премия Ибботсона для собственного капитала малого бизнеса (Ibbotson Small Stock Premium)	3.2%		На основе анализа фирмы Mercer Capital
6	= Общая премия на собственный капитал		10.6%	
7	Отраслевая ставка дисконтирования (требуемая норма доходности)		15.5%	
8	– Отраслевой мультипликатор и полученная норма капитализации (1/P/E)	17.0	5.9%	На основе медианного мультипликатора группы компаний-аналогов (P/E)
9	= Подразумеваемый долговременный темп прироста для публичных компаний		9.6%	

Предположим теперь, что в отрасли, к которой принадлежит Publico, имеется еще несколько публичных компаний, которые подходят для включения в группу сопоставимых компаний-аналогов применительно к компании Privateco. Предположим в качестве иллюстрации, что рыночные мультипликаторы компании Publico соответствуют медианному значению для этой более широкой группы.

Таблица 5.3 представляет в кратком виде построение модели АСАРМ для Publico (медианное значение по группе сопоставимых компаний) и Privateco.

Таблица 5.3. Расчет фундаментальной корректировки

Используйте модель АСАРМ (с учетом метода build-up), чтобы сблизить порядок оценки стоимости Privateco с характеристиками группы сопоставимых компаний-аналогов

Строка	Анализ оцениваемой компании	Медианы для группы публичных компаний-аналогов	Построение модели АСАРМ с учетом кумулятивного метода для Privateco	Шаг 1 Определение риска = рост Privateco = риск публичных компаний	Шаг 2 Определение G = риск Privateco = риск публичных компаний	Шаг 3 Рост = риск Privateco = Privateco
1	Доходность долгосрочных государственных облигаций на момент погашения	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
2	+ Общая премия на собственный капитал (строка 6 из табл.5.2)	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%	10.6%
3	+ Премия за риск для данной компании	**0.0%**	**2.0%**	2.0%	**0.0%**	**2.0%**
4	= Ставка дисконтирования (требуемая норма доходности)	15.5%	17.5%	17.5%	15.5%	17.5%
5	– Оценки темпов прироста	**–9.6%**	**–7.0%**	**–9.6%**	–7.0%	–7.0%
6	= Предполагаемые ставки капитализации	5.9%	10.5%	7.9%	8.5%	10.5%
7	Предполагаемые мультипликаторы P/E	17.0	9.5	12.7	11.8	9.5
8	**Предполагаемая коррекция по отношению к медианному мультипликатору группы сопоставимых компаний-аналогов**	н/д		**–25.4%**	**–30.8%**	**–44.0%**
9	**Шаг 4. Избранная фундаментальная корректировка**	**–35.0%**				

Далее мы представляем четырехшаговую методику расчета фундаментальной корректировки для Privateco:

- **шаг 1.** Используя ставку дисконтирования для Privateco, включающую специфический риск компании 2%, заместите предполагаемый темп прироста G_e для группы сопоставимых компаний в построении множителя капитализации для Privateco. Это позволит учесть влияние различий в рисковых характеристиках Privateco и группы сопоставимых компаний на оценку стоимости Privateco. При ставке дисконтирования для Privateco 17,5% (строка 4, шаг 1) ожидаемый среднегодовой темп прироста для группы публичных компаний 9,6% замещается ожидаемым темпом прироста компании Privateco 7% (строка 5). Результат — норма капитализации 7,9% (строка 6) и мультипликатор цена/прибыль 12,7, который представляет собою скидку в 25,4% относительно медианного мультипликатора для группы публичных компаний — 17,0x. Подойдя с другой стороны, можно сказать, что относительно медианы для группы публичных компаний принятие 2% дополнительного риска для Privateco означало бы фундаментальную корректировку размером в 25,4% относительно медианного мультипликатора для группы публичных компаний;
- **шаг 2.** Используя ставку дисконтирования для группы сопоставимых публичных компаний, то есть исключив специфическую для Privateco надбавку за риск и установив ожидаемый темп прироста для Privateco на уровне 7% (строки 4 и 5), мы получаем норму капитализации в 8,5% (строка 6) и окончательный мультипликатор цена/прибыль в 11,8x (строка 7). Учитывая только более низкий темп ожидаемого роста относительно медианы для группы сопоставимых компаний, получаем фундаментальную корректировку в 30,8%;
- **шаг 3.** Теперь мы рассмотрим комбинированный эффект более низких ожидаемых темпов прироста компании Privateco и более высокого уровня ее рисков. Шаг 3 воспроизводит ту же скидку в 44,0%, представленную в таблице 5.1;
- **шаг 4.** Первые три шага дали набор потенциальных фундаментальных корректировок от –25,4% (при высокой степени риска) до –30,8% (основанной на относительно низком ожидаемом росте) и, наконец, до 44,0% (основанной на сочетании высокой степени риска и низких темпов ожидаемого роста). В шаге 4 аналитик должен прийти к заключению о подходящей к данному случаю фундаментальной корректировке. Разумеется, есть большая разница между корректировками в –25% и –44%. В оценочной практике редко случается так, чтобы результаты были настолько точны, что не требовали бы дополнительных обоснований, исходя из собственных суждений оценщика. Расчеты на шагах 1—3, однако, устанавливают достаточно разумный диапазон значений для фундаментальной корректировки. На основе других качественных сравнений, количественных сопоставлений и собствен-

ных суждений аналитик может найти достаточно разумное решение в рамках этого диапазона. В данном случае была выбрана фундаментальная скидка в 35%[6].

При анализе влияния различий в рисках и темпах роста на оценочные мультипликаторы, используя метод сопоставимых компаний, аналитик может повысить достоверность выводов исходя из собственных суждений. Этот метод определяет рамки, в пределах которых можно корректировать мультипликаторы публичных компаний для их применения при оценке частных (непубличных) компаний. Хотя в нашем примере была получена фундаментальная скидка, подобный анализ в ряде других случаев может быть ориентирован на получение оценки и фундаментальной премии.

Важно заметить, что поскольку в указанных рамках используются ставка дисконтирования для собственного капитала компании и темпы роста прибыли от основного бизнеса, полученные фундаментальные корректировки относятся к оценочным мультипликаторам, характерным для собственного капитала компании, а не ее совокупного капитала, то есть с учетом еще и заемного капитала.

Применение фундаментальной корректировки. Фундаментальная корректировка зависит от относительных различий в степени риска и ожидаемого роста между оцениваемой компании и отобранной группой сопоставимых публичных компаний. Мы представили простой способ определения фундаментальных корректировок для мультипликаторов собственного капитала (их рыночной оценки).

Применяя метод сопоставимых компаний, оценщики часто рассчитывают оценочные мультипликаторы совокупного (а не собственного) капитала. Фундаментальные корректировки для мультипликаторов совокупного капитала и собственного капитала неодинаковы. Леверидж (финансовый рычаг) влияет на корректировки мультипликаторов совокупного капитала. Хотя фундаментальные корректировки, применимые к оценочным мультипликаторам собственного капитала, могут быть в свою очередь скорректированы применительно к оценочным мультипликаторам совокупного капитала, мы предпочитаем просто применять фундаментальные корректировки к оценкам собственного капитала, предварительно удалив задолженность из оцененной стоимости совокупного капитала. *Таблица 5.4* показывает применение фундаментальной корректировки 35% к оценкам стоимости капитала, рассчитанным с использованием оценочных мультипликаторов как совокупного, так и собственного капитала компании.

[6] Могут сказать, что если оценщик убежден в правильности обоих показателей - высокого риска и низких темпов ожидаемого роста, то он должен был бы выбрать для фундаментальной скидки - 44%. Однако задачей оценщика является определение цены закрытой (непубличной) компании, как если бы она торговалась на свободном рынке, то есть близко к тому, как сам рынок оценил бы эту компанию, если бы она была публичной. Суждение, требуемое для этого анализа, должно было бы разрешать некоторый произвольный выбор внутри расчетного диапазона потенциальных корректировок.

Таблица 5.4. Применение фундаментальных корректировок к показателям стоимости совокупного и собственного капитала (долл.)

	Вычисление стоимости		Рыночная стоимость совокупного капитала к: Объему продаж	EBITDA	EBIT	Цена к чистому доходу (рыночная стоимость собственного капитала/ чистый доход): Продолж.	Текущая будущая стоимость (FV)
1	Приемлемый объем прибыли или иных результатов деятельности		$100,000,000	$15,000,000	$10,500,000	$6,500,000	$8,200,000
2	× Норма капитализации сопоставимых компаний		1.25	8.10	11.15	16.00	13.50
3	= Капитализированная стоимость: совокупный капитал		$125,000,000	$121,500,000	$117,075,000	$104,000,000	$110,700,000
4	– Процентный долг (для ведения основного бизнеса) (operational)		(18,000,000)	(18,000,000)	(18,000,000)		
5	= Капитализированная стоимость: сумма обыкновенных акций		$107,000,000	$103,500,000	$99,075,000	$104,000,000	$110,700,000
6	– Фундаментальная корректировка	–35.0%	(37,450,000)	(36,225,000)	(34,676,250)	(36,400,000)	(38,745,000)
7	= Капитализированная стоимость сопоставимой компании-аналога		$69,550,000	$67,275,000	$64,398,750	$67,600,000	$71,955,000
8	**Скорректированные оценки капитализированной стоимости исходя из характеристик сопоставимых компаний-аналогов**	Округленно до 10 000 долларов	$69,550,000	$67,280,000	$64,400,000	$67,600,000	$71,960,000
9	Окончательные мультипликаторы, основанные на рассчитанной стоимости собственного капитала		0.876	5.685	7.848	10.400	8.776
10	Фактические фундаментальные корректировки к медианному значению для сравнимых компаний		-30.0%	-29.8%	-29.6%	-35.0%	-35.0%
11	**Корректировочная характеристика (собственный капитал к совокупному капиталу)** Рыночная стоимость собственного капитала до фундаментальной корректировки/рыночная стоимость совокупного капитала (строка 5/строка 3)		-14.4%	-14.8%	-15.4%		
			107 000 000 / 125 000 000 = 0,856	103 500 000 / 121 500 000 = 0,852	99 075 000 / 117 075 000 = 0,846		

Заметьте, что для показателей стоимости, вычисленных с использованием мультипликаторов совокупного капитала, фундаментальная корректировка (строка 6) применена к подразумеваемым рыночным оценкам совокупного капитала за вычетом соответственного долга (строка 5) или к приведенным оценкам собственного капитала для каждого измерения. Заметьте также, что фундаментальная корректировка применена к показателям стоимости, вычисленным с применением мультипликаторов, относящихся к собственному капиталу и показанных вправо от вертикальной линии, отделяющей показатели собственного капитала и чистой прибыли.

Приспособление фундаментальных корректировок, основанных на собственном капитале, к методам оценки, основанным на совокупном капитале. Данные таблицы 5.4 позволяют избежать тех ошибок в оценке, которые возникают в случаях, когда фундаментальные корректировки, основанные на собственном капитале, применяются к показателям совокупного капитала. Например, в таблице 5.4, в столбце, показывающем рыночную стоимость совокупного капитала к объему продаж, мы рассчитали в строке 9 предполагаемый мультипликатор совокупного капитала к объему продаж на основе окончательной стоимости собственного капитала (строка 8). Мультипликатор 0,88x даст стоимость собственного капитала 69,55 млн долларов. Этот множитель представляет 30-процентную скидку к медианному мультипликатору для группы сопоставимых компаний, составляющему 1,25 объема продаж (строка 10; 0,876/1,250 = 0,70), а не 35% фундаментальной корректировки; разница составляет примерно 14% (30%/35% – 1).

Множитель конвертирования легко рассчитать. В строке 11 мы определяем множитель корректировки (AF — Adjustment Factor), необходимый для кон-

вертирования основанной на собственном капитале фундаментальной корректировки (FAE — Fundamental Adjustment Equity) в основанную на совокупном капитале. В этом случае значение корректировки составит –14,4%. В виде формулы фундаментальная корректировка для совокупного капитала (FATC — Fundamental Adjustment for Total Capital) может быть представлена следующим образом (где рыночная стоимость собственного капитала обозначена MVE (Market Value of Equity) и рыночная стоимость совокупного капитала — MVTC (Market Value of Total Capital):

$$FATC = FAE \times AF$$

$$AF = \frac{MVE}{MVTC}$$

В большинстве случаев мы находим, что проще применить фундаментальную корректировку, основанную на собственном капитале к определенным оценкам собственного капитала (строки 1—8 *таблицы 5.4*).

Использование для определения фундаментальной корректировки показателей иных, чем медианное или среднее значения

Без использования терминологии фундаментальных корректировок, представленной в этой главе, оценщик тем не менее может решить, что основанный на среднем или медианном значении оценочный мультипликатор группы сопоставимых публичных компаний неприменим к оцениваемой компании вследствие различий в размерах, менее благоприятных перспектив дальнейшего роста, неблагоприятных финансовых обстоятельств. В предшествующем разделе был показан механизм, позволяющий определить примерные значения разумных фундаментальных корректировок. Оценщики, использующие метод сопоставимых компаний, проводят как субъективные, так и объективные сравнения между оцениваемой компанией и выбранными сопоставимыми компаниями. Поступая так, они могут предпочесть иную процедуру внесения поправок в медианные или средние мультипликаторы для групп сопоставимых компаний.

Вместо такого подхода оценщик может избрать в качестве базового мультипликатора иную характеристику измерений, нежели медиана или средняя величина. Например, он мог бы, опираясь на сопоставления показателей прибыли, темпов роста, левериджа или иных факторов, сделать вывод о том, что лучше всего было бы сравнивать частную (непубличную) компанию со специфической частью группы сопоставимых предприятий, например с низшей половиной мультипликаторов группы, а не с мультипликаторами, рассчитанными применительно ко всей группе. На самом деле это превращает часто группы сопоставимых публичных предприятий в дополнительные подгруппы путем элиминирования мультипликаторов, значение которых выше медианы или средней величины[7].

[7] Безусловно, те же приемы могут быть использованы для сосредоточения внимания на мультипликаторах, которые выше медианы (или средней) для группы сравнимых публичных компаний.

Предположим для иллюстрации, что оценщик принял решение о том, что оцениваемая им компания должна сравниваться на основе проведенного им общего анализа с нижней половиной мультипликаторов группы сопоставимых публичных компаний, а не с мультипликаторами всей группы. *Таблица 5.5* иллюстрирует две методики, которые могут использоваться оценщиком для определения подходящих оценочных мультипликаторов.

Таблица 5.5. Альтернативные методики для корректировки рыночных ставок капитализации

Сопоставимые компании	Сравнимые мультипликаторы отобранной компании: Денежные поступления (revenues)	Сравнимые мультипликаторы отобранной компании: EBITDA
Мультипликаторы для шести выбранных сопоставимых компаний, упорядоченные по величине (от большего к меньшему) для лучшего обозрения	0.53	14.69
	0.53	10.21
	0.52	9.67
	0.34	7.72
	0.26	7.44
	0.13	5.40
Медианные мультипликаторы	**0.43**	**8.69**
Средние мультипликаторы	**0.39**	**9.19**
1. Анализ первого квартиля		
Расчет по первому квартилю	**0.28**	**7.51**
Вытекающая из расчета корректировка общих медиан	-35%	-14%
Вытекающая из расчета корректировка общих средних	-27%	-18%
2. Анализ средней по нижней подгруппе		
Верхняя половина для перспективы	0.53	14.69
	0.53	10.21
	0.52	9.67
Средние для верхней части нижней подгруппы	**0.39**	**9.19**
Нижняя подгруппа мультипликаторов (включая среднюю величину)	0.34	7.72
	0.26	7.44
	0.13	5.40
Средние величины нижней подгруппы	**0.28**	**7.44**
Вытекающие из расчета корректировки от общих медиан	-35%	-14%
Вытекающие из расчета корректировки от общих средних	-28%	-19%

Используя ту или иную методику (первый квартиль или средняя нижней половины выборки), оценщик эффективно применил фундаментальную корректировку к показателю медианы всей группы сопоставимых публичных компаний.

И одна, и вторая методики могут быть использованы в контексте суждений, принимаемых в процессе оценочного исследования, если корректиров-

ки основаны на фактах и обстоятельствах и их можно признать вполне разумными[8].

Иллюстрация понятия фундаментальных корректировок

В этом разделе мы соединим фундаментальную корректировку с концептуальными уровнями стоимости, которые рассматривались в Интегрированной теории оценки бизнеса.

Фундаментальные корректировки относительно уровня стоимости ликвидной миноритарной доли собственности могут быть описаны так, как это показано на *рис. 5.1*[9].

Рис. 5.1. Влияние фундаментальных корректировок на уровень стоимости ликвидной миноритарной доли собственности

[8] Заметьте, что здесь есть различие между предполагаемыми фундаментальными корректировками, применимыми к двум оценочным мультипликаторам. Такой результат может возникнуть, поскольку анализ базируется на медианах и первом квартиле индивидуальных мультипликаторов, а также на обработке данных по отдельным компаниям. На практике такого рода результаты не так уж необычны. Например, отдельно взятая компания может иметь медианные показатели по одному измерению и более высокие — или более низкие, чем медиана, — для других оценочных мультипликаторов.

[9] В принципе, если сравнимые трансакции с контрольными долями собственности формируют основу для оценочных сравнений, то фундаментальные корректировки могут рассматриваться в отношении к таким трансакциям, которые дают показатели стоимости на уровнях стратегического или финансового контроля.

Последующее обсуждение, в котором сопоставляется ряд частных (непубличных) компаний с группой сопоставимых публичных компаний, поможет проиллюстрировать важность фундаментальных корректировок для оценки стоимости бизнеса.

Поскольку применение рыночных мультипликаторов (после осуществления фундаментальных корректировок) дает показатель стоимости ликвидной миноритарной доли собственности или показатель «как если бы она свободно торговалась на рынке», то и другие уровни стоимости частной (непубличной) компании будут меняться соответственно. Нижеследующие иллюстрации связывают уровни стоимости частных компаний и групп сопоставимых публичных компаний при осуществлении разных фундаментальных корректировок.

Оценка по медианному значению. Аналитик оценивает частную компанию, выбирая подходящие мультипликаторы, основываясь на сопоставлениях с информацией о сравнимых публичных компаниях. В этом случае использование медианных (по заданной группе) мультипликаторов позволит получить правдоподобные оценочные показатели для частной компании — объекта оценки. Такой сценарий представлен на *рис. 5.2.*

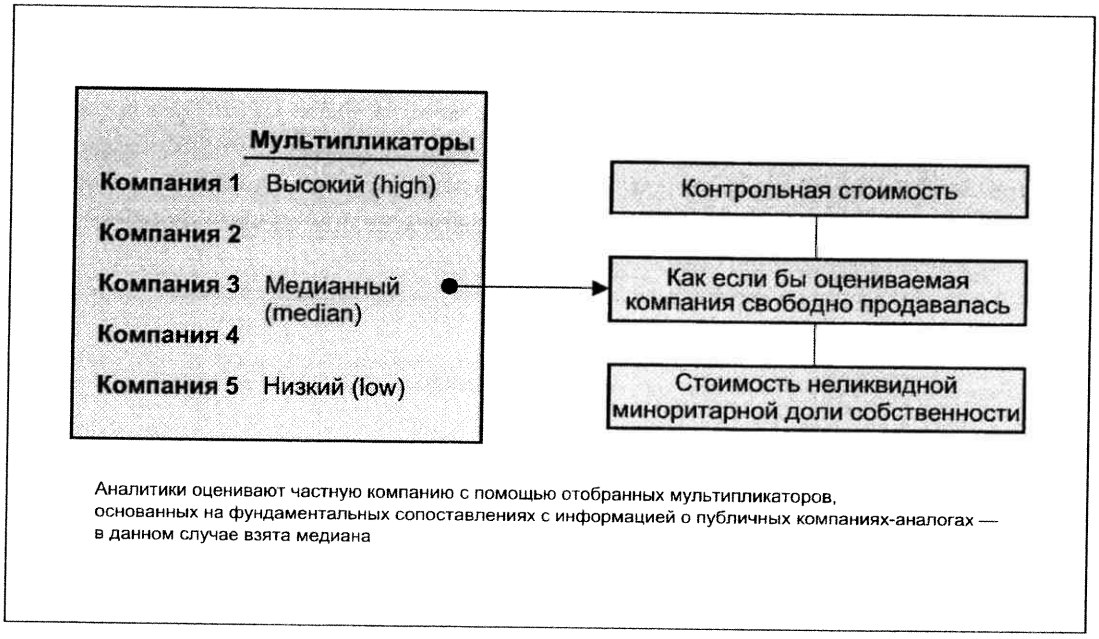


Рис. 5.2. Медианная оценка

Оценка по верхней подгруппе (выше медианы). Аналитик может оценить конкретную, привлекательную для сопоставлений компанию, сравнивая ее с публичными компаниями, находящимися в верхней части списка группы сопоставимых компаний. На *рис. 5.3* оцениваемая компания отличается особо высокой производительностью, и все говорит о том, что ее лучше оценивать по мультипликаторам, которые выше медианного уровня для группы сопоставимых компаний.

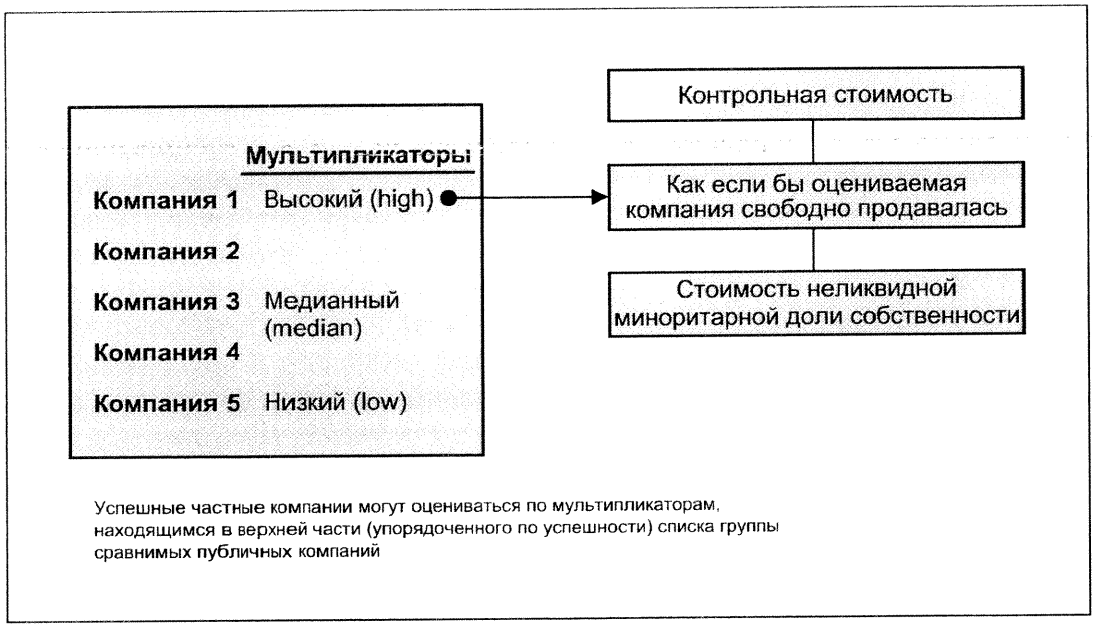


Рис. 5.3. Оценка по мультипликаторам, превышающим медиану

Оценка по нижней подгруппе (ниже медианы). Иногда обоснованные сравнения между группой публичных компаний-аналогов и оцениваемой частной компанией показывают, что последняя относительно менее привлекательна, поскольку характеризуется более высоким риском или более скромными перспективами роста (или и тем, и другим). На *рис. 5.4* оцениваемая частная компания оценивается на уровне более низком, чем медианный уровень для группы сопоставимых публичных компаний.

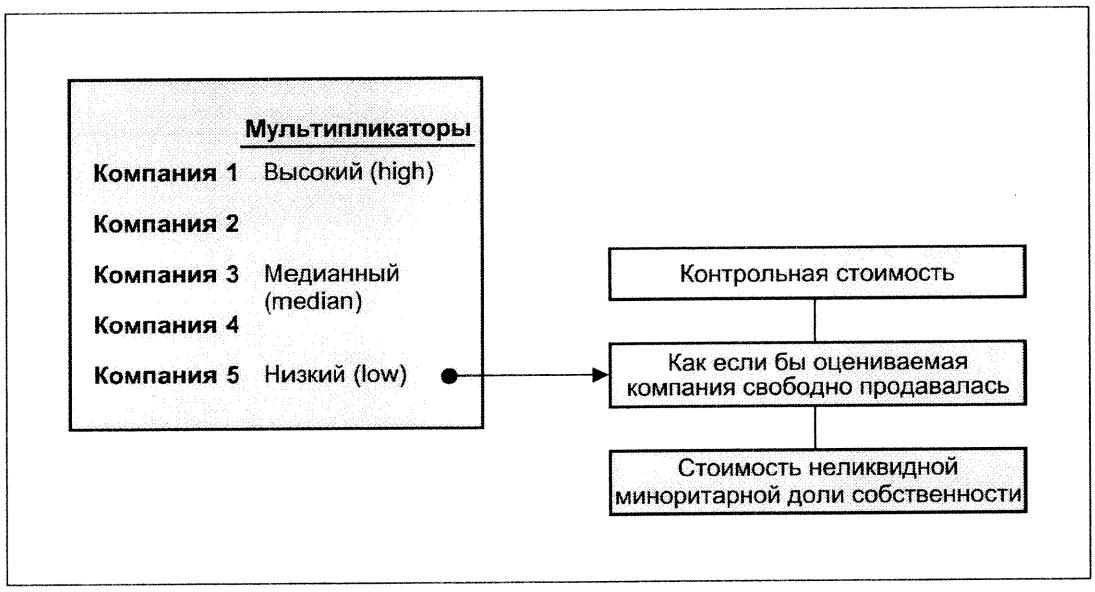


Рис. 5.4. Оценка по мультипликаторам, которые ниже медианного уровня

Ниже избранного ряда мультипликаторов группы публичных компаний-аналогов. В некоторых случаях приходится, сопоставляя частную компанию с группой сравнимых публичных компаний, выбирать мультипликатор, который ниже последнего в ряду мультипликаторов этой группы. Могут сказать, что это показывает (исходно) недостаточную сопоставимость частной компании и группы выбранных публичных компаний, которые якобы могут выступать в качестве аналогов для сравнения. Однако в жизни такие ситуации случаются. Как показано на *рис. 5.5*, подходящие для частной компании мультипликаторы в таких случаях оказываются меньше последнего из имеющегося ряда мультипликаторов публичных компаний-аналогов.

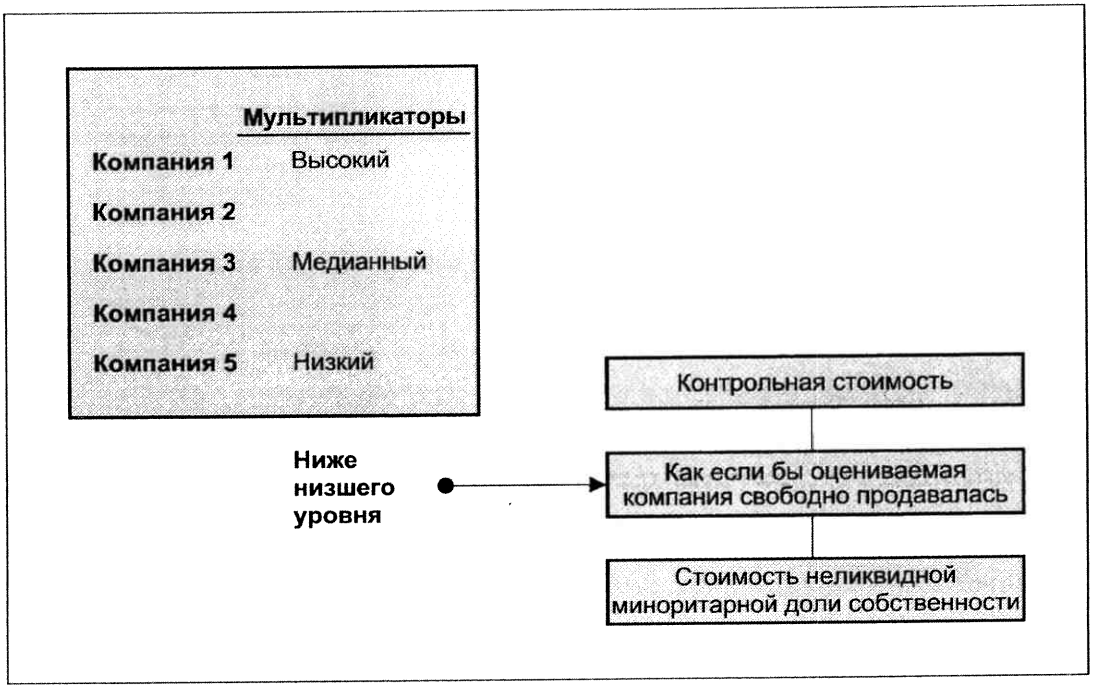


Рис. 5.5. Мультипликатор меньше, чем мультипликаторы всей группы сравнимых публичных компаний

Рис. 5.6 обобщает представленные выше условия сопоставлений, воплощая все рассмотренные ситуации в одной схеме.

Рис. 5.6 подчеркивает значение фундаментальных корректировок для применения метода сопоставимых публичных компаний-аналогов. Применение фундаментальной корректировки в сторону повышения или в сторону понижения сдвигает оценку частной компании «как если бы она свободно торговалась» к наиболее приемлемому положению относительно группы публичных компаний-аналогов. Если исходить из этой стоимости, применение подходящей скидки на недостаточную ликвидность приводит к соответствующему заключению на уровне неликвидной миноритарной доли собственности. Аналогично применение подходящей премии за контроль приводит к характеристике, соответствующей стоимости контрольной доли собственности.

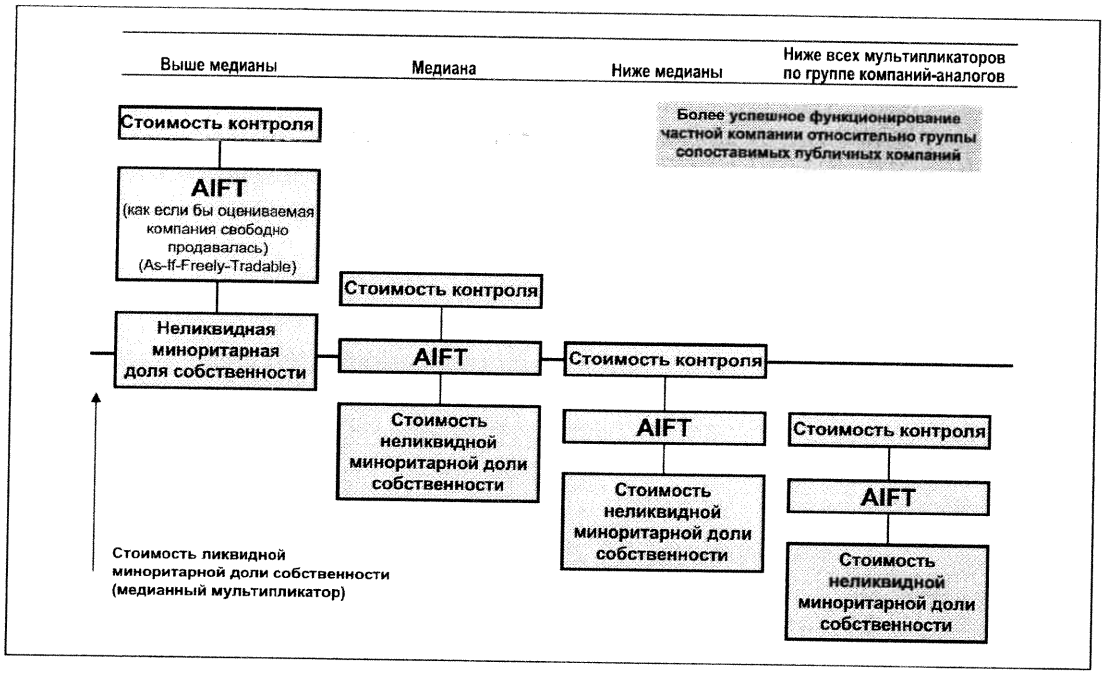


Рис. 5.6. Влияние фундаментальных корректировок на характеристики различных уровней стоимости

Аргумент двойного счета

Фундаментальные корректировки исходят из различий в степени рисков и перспектив роста. Различия в предельной производительности, в показателях доходов в расчете на одного работающего и т.п. уже отражены в измерителях прибыли или денежных потоков. Такие различия уже отражены в некорректированных мультипликаторах, особенно если риски и ожидаемые темпы роста рассматриваются как идентичные.

Например, примем, что медианный коэффициент EBITDA к объему продаж составляет 15% для группы публичных компаний-аналогов и что мультипликатор медианной EBITDA 10x. Тогда предполагаемый мультипликатор совокупного капитала к объему продаж будет 150% (15% × 10). Если компания с таким же риском и перспективами роста имеет коэффициент 10%, то отношение совокупного капитала к объему продаж будет 100%, при медианном коэффициенте EBITDA (10% × 10). Оценочное уточнение (penalty), связанное с учетом более низкого коэффициента (EBITDA к объему продаж) уже представлено без всякой фундаментальной корректировки. Применение фундаментальной корректировки вследствие более низкой нормы прибыли добавит еще одно уточнение в сторону снижения (penalty), и поэтому получаемый результат может быть охарактеризован как результат двойного счета.

Возможности двойного счета могут быть ослаблены с помощью отбора среди публичных сопоставимых компаний-аналогов таких компаний, которые имеют наиболее близкие характеристики к характеристикам оцениваемой компании. Аналитики должны постоянно проверять разумность своих оценочных заключений, проводя сопоставления с отобранной группой сравнимых публичных компаний. Хотя отдельные корректировки могут показаться со-

мнительными, все же очень важно продемонстрировать их общую обоснованность применения в отношении к избранной группе сравнимых компаний.

Скидки на недостаточную ликвидность для контрольной доли собственности

Некоторые оценщики применяют скидки на недостаточную ликвидность к контрольным долям собственности компаний. В главе 3 мы рассматривали отсутствие каких бы то ни было принципиальных оснований для подобной скидки. Вспомним, что стоимость предприятия — это современная стоимость ожидаемых будущих денежных потоков. Но поскольку контроль над денежными потоками (при продаже компании целиком) подлежит передаче, то применение скидки на недостаток ликвидности теряет всякий смысл. Применение подобных скидок — это, по существу, неправильное использование понятия скидки на недостаточную ликвидность, применимой лишь к миноритарным долям собственности.

Когда оценщики применяют скидку на недостаточную ликвидность к контрольной доле собственности, это в действительности может отражать фундаментальную корректировку, необходимую для того, чтобы установить стоимость ликвидной миноритарной доли собственности. Встретившись с оценками стоимости, которые заведомо слишком высоки, большинство оценщиков пытаются тем или иным способом разрешить возникающее при таких расчетах противоречие, чтобы получить достаточно разумный результат оценивания. Мы подозреваем, что во многих случаях применение скидки на недостаточную ликвидность к контрольной доле собственности отражают попытки именно такого рода.

Рис. 5.7 показывает, как два разных оценщика (Путь 1 и Путь 2) приходят к одинаковой оценке стоимости контроля над компанией.

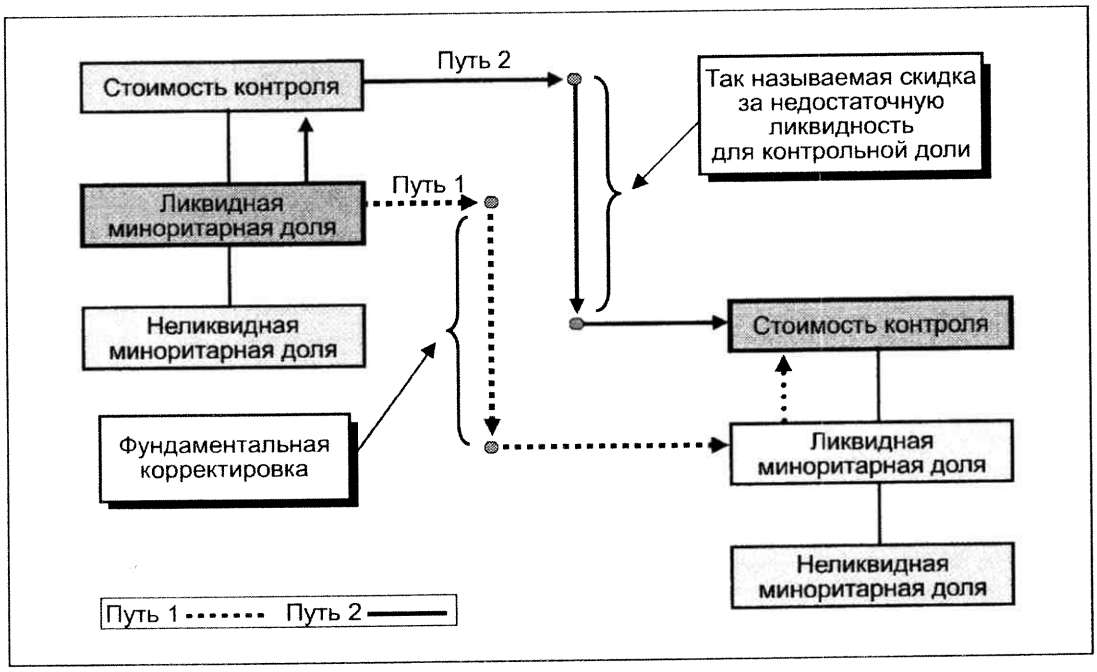


Рис. 5.7. Скидка на недостаточную ликвидность к стоимости контрольной доли собственности как упрощенное представление фундаментальной корректировки

Ответ Шеннона Пратта: скидка на недостаточную ликвидность применима к контрольной доле собственности

«Скидка на недостаточную ликвидность к стоимости контрольной доли может иметь отношение к компании, которая еще не готова к продаже. Иными словами, Бабушка (Grandma) еще числится в платежной ведомости, оборудование еще не вычищено до блеска, финансовая отчетность еще не выправлена настолько, чтобы покупатель мог убедиться в ее достоверности; могут оставаться неразрешенными и некоторые судебные тяжбы, а также проблемы с контрактами с поставщиками и покупателями — и все это требует от менеджеров времени, быстро сокращающегося времени, а также оценивания затрат на юристов и бухгалтеров, услуги которых надо оплатить... Вот почему я рассчитываю скидку на недостаточную ликвидность и для контрольной доли стоимости компании, по крайней мере, частично. Могут быть и другие основания. Например, компания может иметь настолько уникальные характеристики, что для нее трудно найти покупателя. Называете это как вам угодно, но я уверен, что вы согласитесь с тем, что все это составляет реальные проблемы многих компаний, и вы, может быть, выберете какое-нибудь другое название вместо неуклюжего термина «скидки на недостаточную ликвидность», но это всего лишь словесные аргументы (игра слов)».

Рис. 5.7 показывает два возможных правильных пути к одной и той же оценке стоимости контрольной доли собственности. Первый путь начинается в левой части рисунка с анализа сопоставимой публичной компании-аналога. Фундаментальная корректировка применена к медианным мультипликаторам группы публичных компаний. Эффект фундаментальной корректировки показан в правой части как снижение уровня стоимости ликвидной миноритарной доли собственности (и других уровней стоимости) частной (непубличной) компании. Добавляется небольшая премия за контроль (разумеется, на основе соответствующего анализа), и, таким образом, получается правильная оценка стоимости.

Второй путь начинается с того же анализа сопоставимой компании, и в левой части рисунка определяется стоимость ликвидной миноритарной доли собственности без всякого применения фундаментальной корректировки. После прибавления разумной премии за контроль к этой стоимости ликвидной миноритарной доли собственности оценщик рассчитывает стоимость контрольной доли (без скидки), показанную в левой части рисунка. Понимая на основе здравого смысла и имеющегося опыта, что полученная стоимость явно завышена, оценщик применяет солидную скидку на недостаточную ликвидность и приходит к верному ответу.

Путь 1 соответствует принципам Интегрированной теории. Оценка основана на текущей стоимости (PV) будущих денежных потоков, дисконтированных по соответствующей ставке. Путь 2 несовместим с Интегрированной теорией. Не существует концептуального оправдания для применения здесь выбранной скидки на недостаточную ликвидность, и рыночная практика тоже не подтверждает возможного ее использования. Оценщикам следует задуматься над этими рассуждениями, ознакомившись с принципами Интегрированной теории, изложенными в главе 3, прежде чем слепо применять скидки на недостаточную ликвидность при оценке контрольных долей собственности компаний.

Сейчас мы не так догматичны, какими были несколько лет назад, когда считали, что частные компании не могут быть отмечены неликвидностью. В 1975 году фирма Mercer Capital представляла интересы одной банковской холдинговой компании. Мы организовали ряд конкурирующих предложений о ее покупке, и было подписано удовлетворительное соглашение о намерениях. До того как было подписано окончательное соглашение, против этого банковского холдинга было возбуждено судебное дело. Хотя, по существу, оно было незначительно, компании были предъявлены претензии в сумме 10 млн долларов. В результате судебной тяжбы запланированное приобретение не было осуществлено. Дело продолжалось вплоть до 2002 года, когда выяснилось, что спорная сумма на самом деле в конечном счете оказалась бы весьма незначительной. С реально возможным стратегическим покупателем были проведены дополнительные переговоры, в результате которых он согласился с тем, что можно было бы не учитывать в цене компании воздействие этой судебной тяжбы. Когда же стало ясно, что это невозможно, мы рекомендовали руководству компании приостановить переговоры о ее продаже до тех пор, пока судебный процесс не будет завершен.

Несколько месяцев спустя дело было решено по номинальной цене. Переговоры со стратегическим покупателем были возобновлены, и было подписано соглашение о достаточно выгодной продаже компании. Сделка была совершена в начале 2003 года, примерно шесть лет спустя после того, как мы первоначально выставили компанию на продажу. Весь этот промежуточный период компания была, по существу, неликвидной. Хорошо, правда, что менеджмент руководил банком весь этот период неликвидности очень успешно. Компания существенно выросла, выросли и выплачиваемые акционерам дивиденды. Если на протяжении этого периода могли потребоваться оценки компании, основанные на стоимости контрольной части ее собственности, то правильно было бы в той или иной форме учитывать влияние неликвидности, вызванное судебным разбирательством. Однако исследования ограниченных акций были бы недостаточным средством для оценки влияния судебного дела на стоимость компании.

Доктор Шеннон Пратт любезно согласился прочитать первое издание этой книги до ее выхода в свет. Он написал свой комментарий относительно скидки на неликвидность применительно к контрольной доле собственности и одобрил его включение в текст книги. Этот комментарий был представлен выше.

Большая часть аргументов, выдвинутых Ш. Праттом, обсуждались в теоретических дискуссиях о возможном применении скидок на недостаточную лик-

видность применительно к контрольной доле собственности в главе 3, включая вопросы определения стоимости затрат при продаже (которая влияет на расчеты, но никак не на стоимость компании) и готовности к продаже (что определенно влияет на стоимость в смысле денежных потоков, перспектив их роста и степени рисков).

Могут случаться и нестандартные ситуации, как это было с только что рассмотренными обстоятельствами продажи банковского холдинга, но такие обстоятельства должны рассматриваться оценщиком как определенная данность. В любом случае мы еще раз предостерегаем оценщиков от применения скидок на недостаточную ликвидность к контрольным долям собственности компаний.

Обсуждение проблемы фундаментальных корректировок в литературе

Мы не одиноки, утверждая, что при оценке стоимости компаний с использованием мультипликаторов сопоставимых публичных компаний следует употреблять фундаментальные корректировки. Например, в третьем издании Valuing a Business содержится краткая характеристика концептуальной дискуссии относительно этого понятия, хотя сам по себе термин «фундаментальная корректировка» в ней не упоминается. Работа Пратта, Рейли и Швейса (Pratt, Reilly, Schweihs) дает пример того, как надо проводить соответствующую коррекцию с учетом различий в прогнозируемых темпах роста и условиях риска.

Мы продолжим обсуждение примером, когда вычисленный мультипликатор цена/денежный поток для сравнимой публичной компании составил 8 раз, приведя к ставке капитализации для денежного потока, равной 12,5%. Предположим, сравнительный анализ рисков привел нас к заключению, что ставка дисконтирования оцениваемой компании должна быть на пять процентных пунктов выше, чем для сопоставимых публичных компаний. Отсюда вытекает норма капитализации 17,5% (12,5 + 5 = 17,5). С другой стороны, предположим, что долгосрочные прогнозируемые темпы роста нашей относительно меньшей и более рискованной компании на два процентных пункта выше, чем тот же показатель для группы сопоставимых публичных компаний-аналогов. Этот компенсирующий фактор снизит норму капитализации до 15,5% (17,5 – 2 = 15,5), что соответствует оценочному мультипликатору 6,5x (1/15,5 = 6,5)[10].

Если мы примем, что скорректированный оценочный мультипликатор (для оцениваемой компании) составляет 6,5x, а начальный мультипликатор для сопоставимых компаний — 8,0x, то анализ Пратта, Рейли и Швейса показывает, что для их примера фундаментальная скидка составляет 19% (6,5/8,0 = 0,81). К сожалению, этот анализ не представлен в четвертом издании их книги.

[10] *Pratt S.P., Reilly R.F., Schweihs R.P.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies, 3rd ed. — Chicago, IL: Irvin Professional Publishing, 1996. — PP. 225—226.

Фундаментальные корректировки приобретают возрастающее внимание практиков, занимающихся оценочной деятельностью. Сравнительный анализ освещения вопроса о фундаментальных корректировок в вышедших за последнее время источниках содержится в статье Niculita Alina, CFA, Adjusting Public Multiples: A Summary of Theories and Methodologies (Business Valuation Update, January 2007).

В этой статье Николта освещает взгляды по данному вопросу таких авторов, как Richard Goeldner, Jerry Peters, Shannon Pratt, Jay Fishman, Jim Hitchner и Chris Merser.

Заключение

Мы обобщим обсуждение вопроса о фундаментальных корректировках следующими выводами:

- фундаментальные корректировки объясняют наблюдаемые различия в размерах, рисковых характеристиках или ожиданиях будущего роста между оцениваемой частной компанией и группой сопоставимых компаний-аналогов;
- фундаментальные корректировки, повышающие (positive) или снижающие (negative), применимы к мультипликаторам ликвидных миноритарных долей собственности и могут также применяться в отношении мультипликаторов контрольных долей собственных сопоставимых компаний-аналогов;
- фундаментальные корректировки могут быть существенными. Оценщики используют целый ряд методов и приемов для выявления потребности в фундаментальных корректировках и обоснования их размеров;
- отказ от определения фундаментальных различий между оцениваемыми компаниями и отобранными группами компаний-аналогов для сравнения может привести к значительному занижению или завышению результатов оценивания;
- оценщики, выбирающие оценочные мультипликаторы внутри множества (или вне множества) мультипликаторов сопоставимых компаний-аналогов применяют понятие фундаментальных корректировок, пусть даже не давая этим процедурам такой дефиниции.

В этой главе мы представили в помощь оценщикам методы определения и обоснования фундаментальных корректировок, применяемых по отношению к мультипликаторам сопоставимых компаний-аналогов.

Глава 6

Соответствующее развитие системы расчетов ставок дисконтирования

Введение

Три элемента модели Гордона — денежный поток, темпы роста, степень риска — определяют стоимость любого бизнеса или любой составляющей его доли собственности. В предыдущих главах мы исследовали денежные потоки и ожидания роста с точек зрения как бизнеса в целом, так и отдельных акционеров-миноритариев. В этой главе мы обратимся к последнему элементу — риску.

Оценка риска, связанного с отдельным активом, проявляется в оцениваемой ставке дисконтирования. Оценщики применяют разнообразные методики для расчета соответствующих ставок дисконтирования. В этой главе мы рассмотрим ставку дисконтирования в контексте Интегрированной теории, используя одну из таких методик — модель скорректированной оценки капитальных активов (или ACAPM — Adjusted Capital Asset Pricing Model). Мы используем термин ACAPM потому, что Мерсер использовал это название в своей статье 1989 года. Ее темой был расчет ставок капитализации[1].

Чтобы задать тон для дальнейшего обсуждения вопроса о ставке дисконтирования, мы приводим в *таблице 6.1* некоторые математические основания для этого, вытекающие из Интегрированной теории оценки.

Мы предполагаем в этой главе, что читатель знаком с моделью оценки капитальных активов (CAPM — Capital Asset Pricing Model) и связанными с ней методами определения ставки дисконтирования. Поэтому мы сосредоточим внимание на практических аспектах расчета такой ставки. Учитывая многообразие подходов и произвольных решений, применяемых при расчете ставок дисконтирования, мы выставляем на обсуждение также некоторые из вызывающих наиболее широкие дискуссии теоретических проблем и противоречий.

[1] *Mercer Z.C.* The Adjusted Capital Asset Pricing Model for Developing Capitalization Rates: An Extension of Previous Build-Up Methodologies Based Upon the Capital Asset Pricing Model. — Business Valuation Review, Vol. 8, № 4, 1989. — PP. 147—156.

Таблица 6.1. Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса

	Математическое обоснование	Соотношения	Значения показателей
Стоимость стратегического контроля	$\frac{CF_{e(c,s)}}{R_s - [G_{mm} + G_s]}$	$CF_{e(c,s)} \geq CF_{e(c,f)}$ $G_s \geq 0$ $R_s \leq R_{mm}$	$V_{e(c,s)} \geq V_{e(c,f)}$
Стоимость финансового контроля	$\frac{CF_{e(c,f)}}{R_f - [G_{mm} + G_f]}$	$CF_{e(c,f)} \geq CF_{e(mm)}$ $G_f \geq 0$ $R_f = R_{mm}$(+/– a little)	$V_{e(c,f)} \geq V_{mm}$
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{e(mm)}}{R_{mm} - G_{mm}}$	$G_v = R_{mm}$ – Div Yld	V_{mm} — это отправная точка для установления стоимости для других уровней стоимости
Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности	$\frac{CF_{sh}}{R_{hp} - G_v}$	$CF_{sh} \leq CF_{e(mm)}$ $G_v \leq R_{mm}$ – Div Yld $R_{hp} \geq R_{mm}$	$V_{sh} \leq V_{mm}$

Часто задаваемые вопросы

- Каковы практические различия, если они имеются, между ставками дисконтирования для стратегических инвесторов в контрольную долю собственности (R_s), финансовых инвесторов в контрольную долю собственности (R_f) и инвесторов в ликвидную миноритарную долю собственности (R_{mm})?
- Как могут оценщики бизнеса проверять обоснованность оценочных предположений и заключений?
- Какова концептуальная связь между ставками дисконтирования на уровнях реализуемой миноритарной доли собственности (R_{mm}) и нереализуемой доли собственности (R_{hp})?

Модель скорректированной оценки капитальных активов

Модель скорректированной оценки капитальных активов сочетает элементы накопительной или кумулятивной (build-up) методики, которая обычно используется для расчета ставок капитализации прибыли для ценных бумаг, не торгуемых на фондовом рынке, с элементами модели CAPM, разработанной Шарпом[2] (см. в Приложении 6А краткий обзор условий применения модели CAPM).

[2] *Sharpe W.F.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium Under Conditions of Risk. — Journal of Finance, Vol. 19, 1964. — PP. 425—442.

CAPM предполагает, что специфический или несистематический риск, ассоциируемый с данным капиталом публичной компании, необязательно приводит к увеличению его ожидаемой доходности ввиду возможности диверсификации пакета акций. Предположение же о возможности адекватной диверсификации нереалистично, когда речь идет об инвестициях в частные (непубличные) компании. Для собственников контрольных долей собственности таких компаний их доли обычно свидетельствуют о недиверсифицированных частях их достояния. Отсутствие диверсификации не может быть в нормальных условиях устранено путем продажи долей собственности и диверсификации, поскольку не существует готового открытого рынка для раздробленных миноритарных долей собственности. В дополнение к этому скажем, что многие покупатели контрольных ликвидных долей собственности, безусловно, учитывают подобные риски, независимо от уровня их диверсификации.

Аналогично, как покупатели, так и продавцы неликвидных миноритарных долей собственности признают влияние недиверсифицируемых рисков, даже если они по-иному диверсифицированы в их портфелях.

ACAPM включает дополнительную премию к доходности за специфические для данной компании факторы риска, поскольку предпосылка CAPM о возможности полной диверсификации в частных предприятиях (непубличных компаниях) часто не срабатывает[3]. Ставка дисконтирования в модели ACAPM R_{ACAPM} обосновывается исходя из теоретической базы CAPM и обобщения практического опыта. R_{ACAPM} представлена в уравнении 6.1, причем обозначения далее комментируются:

$$R_{ACAPM} = RFR + beta \times (LSP - RFR) \quad + \quad SSP + SCR \qquad (6.1)$$

Систематические риски		**Несистематические риски**
Ожидаемая доходность по модели CAPM		Недиверсифицируемые риски частной (непубличной) компании сверх уровня измерений несистематического риска по модели CAPM

R_{ACAPM} — это ставка дисконтирования, полученная с применением модели ACAPM.

RFR — это свободная от риска ставка, обычно складывающаяся на рынке, на дату оценки или близко к ней. Доходность среднесрочных или долгосрочных казначейских облигаций обычно принимается за точку отсчета альтернативной стоимости долгосрочных инвестиций в непубличную компанию (закрытого типа). Однако некоторые аналитики предлагают использовать ставку доходности выше, чем она складывается у краткосрочных казначейских обя-

[3] До конца 1989 года не было четко отработанного, опубликованного анализа, как видоизменить CAPM, чтобы она позволяла рассчитывать ставку дисконтирования и ставку капитализации при оценке закрытых (непубличных) компаний. См., однако, публикацию 1984 года *Roger J. Grabowski*, ASA, Closely Held Corporations Valuation, 1984, *Steven C.* Dilley's Tax Workshops, Inc., в которой автор, по существу, предвосхитил появление модели ACAPM. К сожалению, мы не были знакомы с этой работой вплоть до 2004 года. Мы разработали ACAPM в компании Mercer Capital в конце 1980-х годов, поскольку тогда выступали против концепции CAPM и было совершенно неясно, как рассчитывать на ее базе ставку капитализации.

зательств. Многие аналитики считают, что доходность к погашению 20-летних долгосрочных казначейских обязательств определяет подходящую свободную от риска (безрисковую) ставку. Другие настаивают на комбинированной оценке норм доходности долгосрочных казначейских обязательств. Для целей нашего обсуждения принимается, что RFR — это долговременная свободная от риска ставка, которую аналитик признает приемлемой.

Коэффициентом **beta** в представленном уравнении признается beta данной отрасли, если информация о ней (beta) является доступной. В ином случае она принимается равной 1,0, то есть она принимается в качестве характеристик рыночного риска. Beta применяется к добавочной доходности рынка (а не доходности малых пакетов акций)[4]. Мы используем нейтральную с точки зрения рынка предпосылку (beta = 1,0) чаще всего тогда, когда оцениваем малые компании или когда не удается подобрать для сравнения группу достаточно сопоставимых публичных компаний-аналогов. В подобных случаях может не оказаться объективной базы для оценки конкретного коэффициента beta. Однако использование коэффициента beta данной отрасли или же близкой по характеру отрасли, если они имеются, может помочь в корректировке факторов капитализации для некоторых отраслей, характеристики рисков которых известны.

LSP — это ожидаемая доходность акций компаний высокой капитализации (компании, «голубые фишки», учитываемые индексами Доу-Джонса и S&P 500. — *Прим. перев.*) сверх безрисковой доходности. Оценщики по традиции оценивают разницу между LSP и RER на основе исторических долгосрочных данных об этих компаниях и о доходности казначейских обязательств, обычно начиная с 1926 года до настоящего времени. В последние годы исследователи финансов стали утверждать, что реализованные надбавки к исторической доходности ведут к завышению ожидаемых премий. Как главное основание для этого утверждения приводится аргумент, что за длительный период возрастающие оценочные мультипликаторы влияли на реализованные, исторически складывающиеся доходности (realized historical returns) компаний высокой капитализации акций. Эти исследователи предлагают широкий набор методов для оценки будущих надбавок (премий) к доходности, в большинстве случаев принимая, что премия составляет от 3,0 до 6,0%, в сравнении с фактической премией за прошлые годы порядка 5,0—6,5%[5].

Повышенное внимание к будущим надбавкам к исходному уровню доходности развязало длительную дискуссию по вопросу о выборе исторического периода для анализа, а также о том, использовать ли геометрические или арифметические средние доходы. Компания Ibbotson Associates начала публиковать оценки будущих надбавок к доходности в своих ежегодных справочниках исторических данных о доходах.

---

[4] Статья 1989 года не отличалась ясностью в этом вопросе. К счастью, есть возможность пытаться разрешать проблемы, изучая этот процесс, и расти профессионально.

[5] Ibbotson Associates, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation: 2006 Yearbook, Ibbotson Associates, Inc. — Chicago, IL. — PP. 172—176; *Grabovski R.J.* Equity Risk Premium, 2006 Update. — Business Valuation Review, Vol. 25, № 2, Summer 2006. — PP. 64—68; *Arnott R.D., Bernstein P.L.* What Risk Premium is Normal? — Financial Analysts Journal, March/April 2002. — PP. 64—85; *Ibbotson R.G., Chen P.* Long-Run Returns: Participating in the Real Economy. — Financial Analysts Journal, January/February 2003. — PP. 88—98.

SSP — это превышение ожидаемой доходности компаний низкой капитализации над доходностью компаний высокой капитализации. Как и в случае LSP, оценщики традиционно оценивали SSP, основываясь на данных о результатах деятельности двух классов активов. В том, что касается надбавок к доходности, SSP меньше подвергались научному исследованию, нежели LSP. Наибольшую научную поддержку сам факт существования SSP получил в различных работах Фейма (Fama) и Френча (French), которые исследовали способы предсказания доходности активов как функции факторов, дополняющих оценку влияния систематического риска, представляемого коэффициентом beta[6].

Размер состоявшихся за прошлые периоды премий, по расчетам компании Ibbotson, составлял примерно от 2 до 5%, причем компании с низкой капитализацией попадали со своей рыночной капитализацией в 9-й и 10-й децили (по размеру) общего ряда компаний, фигурирующих на Нью-Йоркской фондовой бирже. Начиная с ежегодника SSBI 1993 Yearbook, компания Ibbotson публиковала данные о характеристиках доходности портфелей, корреспондирующих с каждым децилем (по размеру компаний). В более поздних изданиях 10-й (наименьший) дециль был разделен на две подгруппы, названные 10а и 10б.

Наиболее важное для практиков исследование SSP — это работа, опубликованная Роджером Грабовски (Roger J. Grabowski), ASA, и Дэвидом Кингом (David W. King), CFA. Грабовски и Кинг начали публиковать результаты своих ежегодных анализов отношений между размером компании и реализованной доходностью за 1995 год, а теперь это исследование обновляется ежегодно компанией Duff & Phelps, Inc. На основании данных от 1963 года до настоящего времени Грабовски и Кинг распределили публичные компании по размеру на 25 групп портфелей ценных бумаг. Важно, что Грабовский и Кинг опираются не только на размеры рыночной капитализации ценных бумаг этих компаний, но также измеряют SSP относительно семи индикаторов, характеризующих их размеры. Среди них: балансовая оценка собственного капитала, средняя за пять лет чистая прибыль и EBITDA, рыночная стоимость инвестированного капитала, совокупные активы, доход и численность работающих. В дополнение к агрегатным надбавкам доходности сверх свободной от риска ставки, авторы начали также представлять премии доходности сверх доходности, прогнозируемой моделью CAPM, предоставляя оценщикам возможность применять соответствующие коэффициенты beta к той или иной оцениваемой компании. Анализ Грабовски и Кинга предполагает, что для пяти наименьших по портфелю компаний (рыночная капитализация рынка менее 500 млн долларов) надбавки к доходности сверх уровня доходности, прогнозируемого с помощью модели CAPM, должны составлять примерно от 4,5 до 5,5%.

В книге Пратта Cost of Capital (2nd ed.) рассматривается «эффект размера» и приводится ряд иллюстраций для изучения этого «эффекта»[7]. Часть главы 11

---

[6] См., в частности: The Cross-Section of Expected Stock Returns. — Journal of Finance, 47, June 1992. — PP. 427—465; Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns — Journal of Finance, 50, March 1995. — PP. 131—156.

[7] *Pratt S.P.* Cost of Capital Estimation and Applications, 2nd ed. - New York: John Wiley & Sons, Inc. См. особенно главу 11 «Эффект размера», с. 90.

указанной работы представляет собой краткое изложение исследования Грабовски и Кинга.

SCR — это дополнительная доходность сверх LSP и SSP, которая свойственна объекту оценивания. Эта премия за риск (для конкретной компании) в принципе определяется на основе сравнения оцениваемой частной компании с группой относительно небольших публичных компаний. Прямое сопоставление данных по совокупному набору подобных объектов невозможно, и поэтому аналитик должен быть готов составить себе представление о рисковых характеристиках альтернативных инвестиций[8]. Одним из факторов, часто приводимых оценщиками при обосновании размеров премий за специфический риск, является малый размер оцениваемого объекта относительно того набора публичных компаний, с которым он должен, по существу, сравниваться. Исследование размеров предприятий помогает оценщикам количественно определять этот аспект специфического (для отдельных компаний) риска. Используя информацию наименьших децилей из таблиц Ибботсона или наименьшие группы компаний из категорий, выделяемых Грабовским и Кингом, оценщики должны тщательно соотносить свои оценки SCR с используемыми измерениями SSP.

В упомянутой выше статье относительно АСАРМ мы перечислили несколько возможных факторов идентификации специфического риска, включая воздействие таких условий, как воздействия, связанные с ключевым персоналом (или недостатком управленческих возможностей, глубины управления), абсолютным размером предприятия, финансовой структурой (левериджем, то есть с финансовым рычагом), с концентрацией (относительно видов выпускаемой продукции, географического размещения деятельности или клиентуры), с доходами (стабильность и предсказуемость получения прибыли), а также с иными рисками, связанными с конкретной компанией. Для частных (непубличных) компаний, которые чаще всего являются объектами оценки, общая SCR обычно имеет количественные характеристики от 0 до 8—10% и даже более. SCR может быть даже отрицательной для частных (непубличных, закрытых) компаний, которые по размеру больше, чем компании самой низкой капитализации, рассматриваемые при расчете SSP. Дальнейшее исследование взаимоотношений между размером компаний и их доходностью поможет оценщикам осуществлять более точную спецификацию этого фактора. Выбор общей SCR для конкретного оценочного исследования требует определенного опыта, здравого смысла и собственных суждений оценщика в контексте детализированного анализа оцениваемой компании, а также хороших практических знаний относительно публичных фондовых рынков.

Ставка дисконтирования, полученная с использованием модели АСАРМ, выступает как сумма этих компонентов. В концептуальных рамках Интегрированной теории эта ставка дисконтирования совместима с R_{mm}[9].

---

[8] Премии SCR при оценке предприятий аналогичны премиям за риск для конкретных инвесторов, которые (премии) должны определяться при оценке денежного потока на уровне отдельных акционеров.

[9] Модель АСАРМ была разработана как орудие для использования методов однопериодной капитализации. Соответственно, в центре внимания исходной статьи об АСАРМ были расчеты приемлемых ставок капитализации (получаемых путем вычитания ожидаемого темпа прироста денежных потоков или прибыли из ставки дисконтирования).

Используя ACAPM для расчета ставок дисконтирования, оценщик может специфицировать как SSP, так и SCR. Предположим, мы знаем следующее:

$$SSP + SCR = 5{,}0\%$$

Оценщик № 1 оценивает эту часть ставки дисконтирования так:

$$SSP\ (3{,}0\%) + SCR\ (2{,}0\%) = 5{,}0\%$$

Оценщик № 2 использует уточненную оценку размера, основанную на приблизительной рыночной капитализации оцениваемой компании:

$$SSP\ (4{,}0\%) + SCR\ (1{,}0\%) = 5{,}0\%$$

Оба получают приемлемый результат; однако оценщики № 1 и № 2 определяют SCR исходя из разных оснований. Дальнейшие уточнения премии за размер применительно к предприятиям разных размеров побудит оценщиков обращать большее внимание на SCR и в конечном счете на проверку собственных предположений. Должно быть понятно, что предыдущее уточнение эффекта размеров предприятий, указанное в обсуждении компонентов ACAPM, не будет оказывать никакого влияния на окончательную величину ставки дисконтирования, но лишь отразит иное распределение общей премии между двумя компонентами ее оценки (SSP и SCR). В оставшейся части этой главы мы рассмотрим обоснованность произвольных суждений оценщиков, которые зачастую формулируются ими при оценке ставки дисконтирования.

Чувствительность ставки дисконтирования и произвольные суждения

ACAPM отличается от CAPM тем, что пытается обосновать специфическую ставку дисконтирования для частной (непубличной) компании, а не ожидаемую общую доходность для публично торгуемых акций в контексте диверсифицированного портфеля инвестиций. Ожидаемая доходность, оцененная с использованием модели CAPM, связывает цену акции с ожидаемыми будущими дивидендами и оценкой изменения стоимости капитала (капитализацией). Ставка дисконтирования, определенная с использованием модели ACAPM, вполне применима к оцениваемым будущим денежным потокам предприятия.

Использование модели ACAPM или других кумулятивных методов (other build-up method) при различных, но достаточно разумных предположениях относительно отдельных компонентов общего риска приводит к формированию некоторого набора ставок дисконтирования. Рассмотрите *таблицу 6.2*, в которой показано влияние различных оценок, каждая из которых вполне разумна, на окончательную ставку дисконтирования. В условиях однопериодной капитализации прибылей это влияние на стоимость может быть весьма значительным.

Таблица 6.2. Чувствительность ставки дисконтирования (%)

Компоненты ставки дисконтирования		Низкая оценка	Средняя оценка	Высокая оценка
Безрисковая ставка	RFR	5.0%	5.0%	5.0%
Надбавка для крупных капиталов	LSP	4.0%	5.0%	6.0%
Бета	β	0.9	1.0	1.1
Скорректированная, с учетом беты, надбавка (премия) для больших капиталов		3.6%	5.0%	6.6%
Надбавка для малых капиталов	SSP	2.0%	3.5%	5.0%
Специфический риск компании	SCR	2.0%	3.0%	4.0%
Оцененная ставка дисконтирования	**R**	**12.6%**	**16.5%**	**20.6%**
Минус: оцененный темп роста доходности от основной деятельности	G_e	4.0%	4.0%	4.0%
Оцененная ставка капитализации		8.6%	12.5%	16.6%
Требуемый мультипликатор прибыли	**P/E**	**11.6**	**8.0** (11.6x0.688)	**6.0** (11.6x0.518)

Здравый смысл и обоснованность модели ACAPM

Чувствительность ставки дисконтирования, представленная в таблице 6.2, свидетельствует о том, что каждому оценщику необходимо проявлять информированное собственное мнение, учитывая здравый смысл и обоснованность своих суждений. Компоненты оценки каждый сам по себе были обоснованны и доказуемы, но мультипликаторы прибыли 6,0x и 11,6x не могут быть равно обоснованными и доказуемыми для того же оцениваемого предприятия. Выход из этого тупика состоит в применении информированного суждения, отточенного опытом оценщика, его знанием ситуации на рынках при аналогичных обстоятельствах[10]. С опытом нарастают и здравый смысл, и интуитивное представление о разумности оценочных заключений.

Учитывая чувствительность ставки дисконтирования, представленную таблицей 6.2, как может оценщик знать, что он прав, приходя к заключению о размере конкретной ставки дисконтирования? Как указывалось, в формировании суждения оценщика помогают опыт и знания. Ничто не может заменить информированный опыт и изучение ситуации на рынках в том, что касается ставок дисконтирования, которые применяются в наблюдаемом ценообразовании реальных сделок на этих рынках.

В настоящее время имеется значительное число источников, из которых можно черпать информацию об оценке последних сделок в публичных и частных компаниях. Среди прочих эти источники таковы:

- Control Premium Study[11];

[10] Опыт ценен тогда, когда это хороший опыт. Существует пропасть между опытом двух оценщиков, за плечами одного из которых десять лет созревания и роста профессионализма, а другой десять раз повторил опыт, накопленный за один год.

[11] Control Premium Study (Santa Monica, Ca: Mergerstat). В этой публикации содержатся некоторые оценочные мультипликаторы, полученные при сделках с покупкой-продажей контроля над публичными компаниями. Для целей нашей дискуссии мы обратились к этой информации, а не к рассчитанным премиям за контроль, которые, собственно, и дали название этому исследованию.

- Mergerstatt/Shannon Pratt's Control Premium Study[12];
- Pratt's Stats[13];
- Done Deals Online[14];
- BizComps[15].

Отраслевые базы данных представляют детали сделок для разных групп предприятий, таких как банки, медиа-компании, издательства, инжиниринговые компании и т.д. В дополнение к их применению в рамках рыночного подхода к оцениванию оценщики должны использовать подходящую информацию о сделках в качестве базы для проверки разумности оценочных показателей, получаемых с помощью и иных методов.

Оценщики могут также сравнивать оценочные заключения с соответствующими характеристиками групп сопоставимых компаний, отбираемых ими при проведении оценочных исследований, с доходами от аналогичных инвестиций, или с общей картиной формирования цен на текущем рынке слияний и поглощений.

В рамках окончательного анализа оценщики употребляют собственные информированные суждения при определении обоснованности получаемых ставок дисконтирования (и соответствующих оценочных показателей), вместо того чтобы заниматься исключительно вопросом о доказуемости отдельных компонентов ставки дисконтирования. В нашей практике такие проверки обоснованности являются неотъемлемой частью любого оценочного анализа или отчета.

Многие оценочные отчеты завершаются примерно следующими заявлениями: «Основываясь на нашем анализе всех относящихся к делу факторов, воздействующих на American Soap[16] Company, Inc., мы пришли к выводу, что справедливая рыночная стоимость обыкновенной акции компании составляет 100 долларов. Это заключение представлено в связи с... (указывается цель оценки) применительно к контрольной (или миноритарной) доле собственности компании на 31 декабря 2003 года».

Такого рода заключение, хотя формально и правильное, не позволяет читателю судить о том, насколько оно все же обоснованно. По нашему мнению, отчет об оценке должен объяснять, почему полученная стоимость является обоснованной, используя то, что мы называем «тестом на обоснованность». Проверка может содержать простые сравнения со сравнимыми референтными точками, включая:

- медианные или средние мультипликаторы для отобранной группы сопоставимых компаний по всему кругу оценочных параметров (объему

[12] Mergerstat/Shannon Pratt's Control Premium Study (*www.bvmarketdata.com*).
[13] Pratt's Stats, (Business Valuation Resources, LLC), доступно также на сайте: *www.bvmarketdata.com* (accessed May 19, 2004).
[14] Done Deals Online (Thompson/Practitioner Publishing Company) (*www.donedeals.com/pDONHome.asp*) (accessed May 19, 2004).
[15] *Jack R. Sanders*, BizComps (San Diego, CA, Pacific Services, Inc.). Также доступно на сайте: *www.bvmarketdata.com*.
[16] Soap Company — мыльная компания (*Прим. перев.*).

продаж, EBITDA, EBIT, прибыли до вычета налогов, чистой прибыли, балансовой стоимости и т.п.);
- сделки, затрагивающие собственный капитал компании;
- сравнение с мультипликаторами сделок, характерными для продажи примерно одинаковых компаний;
- финансовую возможность сделок со сменой контроля (по оцененной стоимости). Какие финансовые условия, темпы роста и т.д. необходимы для обеспечения необходимых коэффициентов покрытия долга и доходов на собственный (левериджированный) капитал? Этот тест тем важнее, чем выше вложения частных инвесторов в собственный капитал компании;
- проверку чувствительности заключения к изменениям ключевых входных параметров;
- иные сравнения, которые могут помочь читателям понимать уровень обоснованности заключений, в том числе и с точки зрения здравого смысла.

Подобные сравнения помогают читателям и оценщикам рассматривать заключение с позиций перспективы. Если оценочное заключение выглядит относительно высоким или низким, оценщик и читатели должны быть уверены, что это относительное сравнение разумно в свете общего анализа отчета об оценке.

Точно так же, когда оценщики проводят повторные оценочные исследования в тех же компаниях (например, оценка предприятия ESOP[17] в связи с налогообложением доходов, сделки по купле-продаже или иные корпоративные процедуры), важно соотнести текущую оценку с прежними оценочными заключениями.

Подобный анализ описывается в выдержке из краткой статьи, написанной Мерсером для Business Valuation Review в 1988 году: «Мы полагаем, что требуется осуществлять дальнейшие процедуры с повторяющимися оценочными исследованиями для того, чтобы: 1) гарантировать интеллектуальную честность аналитика (и оценочной фирмы); 2) предоставить читателю возможность понимать причины и смысл важных методических изменений; 3) предоставить читателю представление о перспективе, необходимое ему для того, чтобы понимать обоснованность текущих заключений не только сегодня, но и в свете анализа исторических результатов.

Текущие методики обобщены в таблице, включенной в отчет об оценке. Таблица содержит все рассмотренные методики, вычисленные оценочные показатели, а также веса, вмененные каждому из них. В таблице раскрыты все скидки и премии к рыночным мультипликаторам, примененные в рамках разных методик, а также все скидки на недостаточную ликвидность и миноритарный характер долей собственности. Оценочные заключения последних лет

[17] ESOP — Employee Stock Ownership Plan (план приобретения собственности акций работниками компаний — это «метод наделения работников акциями того предприятия, на котором они работают») (Толковый бизнес-словарь — Originally published by Oxford University Press. — М.: Информ-М, 1998. — С. 218) (*Прим. научн. ред.*).

(одного или двух) представлены наряду с данными текущей оценки; указаны произошедшие изменения. Наконец, включены сравнительные сведения, такие как эффективные (фактические) оценочные мультипликаторы цена/прибыль, цена/объем продаж или цена/балансовая стоимость, подразумеваемые заключением, а также соответствующие рыночные сопоставления»[18].

Подобные сопоставления предназначены не для того, чтобы вызвать безоглядную уверенность в приемлемости прежних методов оценки или предположения, а, скорее, для того, чтобы показать, что последствия любых изменений этих методов тщательно учитываются в рамках проводимых оценочных исследований.

АСАРМ и оценивание на уровне отдельных акционеров

Эта глава в основном посвящена определению ставок дисконтирования предприятий. Вспомним Интегрированную теорию, представленную в главе 3. Ставка дисконтирования, применимая к уровню стоимости для акционера (неликвидной миноритарной доли стоимости), либо равна ставке дисконтирования предприятия в целом, либо превышает ее.

Ставка дисконтирования предприятия служит основой, отталкиваясь от которой можно рассчитать требуемую доходность акций за период их владения ими акционерами. При оценке ликвидных миноритарных долей собственности базой для сравнения служат данные о соответствующем множестве публично торгуемых ценных бумаг. Основываясь на базовой ставке дисконтирования для предприятия и прибавляя к ней характеристику дополнительной доходности, которой соответствуют риски на уровне отдельных акционеров, оцениваемая ликвидная миноритарная доля собственности соотносится с инвестиционной точки зрения с информацией о соответствующем множестве альтернативных инвестиций.

Заключение

Оценщики определяют ставки дисконтирования для того, чтобы отразить риски использования конкретных активов. В главе 3 мы продемонстрировали, что ставка дисконтирования для отдельного предприятия в общем смысле применима к уровням стоимости ликвидной миноритарной доли собственности, финансового контроля. В этой главе мы обсудили различные предпосылки, исходя из которых определяют ставки дисконтирования с использованием такого кумулятивного метода накопления, как АСАРМ.

Оценщики могут исходить из здравого смысла, информированных суждений и рациональных обоснований, определяя ставку дисконтирования для

[18] *Mercer Z.C.* Issues in Recurring Valuations: Methodological Comparisons from Year-to-Year. — Business Valuation Review, Vol. 7, N° 4, 1988. — PP. 171—173.

предприятия в целом. И здесь есть широкое поле для произвольных решений. Однако оценщики не используют произвольные решения в вакууме. Кен Патон (Ken Patton) из Американской ассоциации статистиков отмечал: «Вполне возможно принимать каждый раз, казалось бы, правильные решения и в конечном счете приходить к неверной оценке или результату». Имея в виду такую возможность, оценщики должны содержательно демонстрировать общую обоснованность своих заключений вместо того, чтобы просто отстаивать спецификацию каждого из конкретных компонентов рассчитываемых ими ставок дисконтирования.

Приложение 6-А

Общая характеристика модели оценки капитальных активов (CAPM)

Модель оценки капитальных активов описывает взаимоотношения между риском и ожидаемой доходностью акций, складывающиеся на публичных рынках. Как показано в уравнении 6.2, сущность CAPM характеризуется ожидаемой доходностью отдельной ценной бумаги (акции):

$$ER_i = RFR + beta_i\ (MR - RFR) \qquad (6.2)$$

В этом уравнении:

- ER_i — ожидаемая доходность в расчете на одну акцию;
- RFR — свободная от риска ставка;
- beta является мерой систематического (или недиверсифицируемого) риска конкретной свободно торгуемой ценной бумаги, учитывающего корреляцию и волатильность данной ценной бумаги относительно более широкого рынка (например, S&P 500). Другими словами, beta предназначена для измерения степени риска отдельной публичной акции в сопоставлением с более широким рынком;
- MR — это ожидаемая доходность конкретной инвестиции в рыночном портфеле или ожидаемая доходность рынка (часто показатели по S&P 500 используются в качестве представительной характеристики всего рынка);
- (MR – RFR) — ожидаемая премия, надбавка к доходности конкретной инвестиции в рыночном портфеле сверх безрисковой ставки доходности.

В соответствии с линейным уравнением рынка ценных бумаг (обсуждаемым в любом начальном учебнике финансов), ожидаемая доходность любой ценной бумаги пропорциональна ее систематическому риску. Другими словами, когда систематический риск (beta) увеличивается, увеличивается и ожидаемая доходность (безрисковая ставка плюс произведение коэффициента beta на рыночную премию за риск).

Та часть волатильности ценной бумаги, которая не связана с движениями рынка, называется несистематическим риском. Согласно теории, несистематический риск может быть диверсифицирован с помощью достаточно большого количества активов, характеристики доходности которых не обязательно коррелируют между собой. Иначе говоря, коэффициенты alpha (альфа) в ди-

версифицированном портфеле имеют нулевую сумму, поскольку неожиданные благоприятные события для некоторых ценных бумаг перекрываются неожиданными неблагоприятными событиями для других[19]. Поэтому CAPM учитывает только ту часть волатильности ценных бумаг, которая никак не коррелирует с волатильностью рынка.

Чувствительность к рынку называется систематическим риском и измеряется в методе CAPM коэффициентом beta. Если beta для ценной бумаги равна 1,0, это означает, что включение этой ценной бумаги в рыночный портфель не увеличит и не уменьшит общий риск портфеля. Для ценной бумаги, beta которой меньше 1,0, включение в рыночный портфель снижает общую степень риска, характеризующего данный портфель[20].

Как и всякая теоретическая модель, CAPM основана на нескольких исходных предпосылках. Они обобщаются в финансовой литературе и обычно включают следующие[21]:

- инвесторы заинтересованы в максимизации своего достояния (wealth) в течение определенного временного срока;
- инвесторы не расположены к риску. Они стараются формировать диверсифицированные портфели ценных бумаг так, чтобы несистематические риски устранялись в результате диверсификации;
- проценты, получаемые и выплачиваемые по займам, равны, и инвесторы могут занимать и ссужать средства по свободной от риска ставке процента;
- не рассматриваются налоги на инвесторов и трансакционные затраты;
- ожидания инвестора относительно рынков считаются однородными;
- все активы обладают свойством делимости и могут быть проданы на совершенно ликвидных рынках;
- поскольку все инвесторы являются прайс-тейкерами (price-takers), то предполагается, что их деятельность в совокупности не способна влиять на рыночные поправки ценных бумаг.

Разумеется, не все предпосылки CAPM соблюдаются, когда инвесторы решают, покупать или продавать пакеты акций компаний закрытого типа. Времен-

[19] Заметьте, что уравнение CAPM представляет ожидаемую доходность рассматриваемой ценной бумаги. Действительная доходность в заданный период будет, конечно, отличаться от ожидаемой в результате действия непредвиденных факторов. Эта разница, известная как коэффициент alpha, может быть больше, меньше или равна нулю.

[20] Сказанное не следует интерпретировать так, будто не существует специфических для компании рисков, отражающихся на данной ценной бумаге (акции). Они существуют. Не следует также интерпретировать сказанное так, будто инвесторов, вкладывающих средства в ценные бумаги, не беспокоят эти риски. Беспокоят. Теория диверсификации, для которой имеются логические и математические доказательства, утверждает, что в хорошо диверсифицированном портфеле публично торгуемых акций (в условиях достаточно эффективного рынка) отрицательные последствия неблагоприятных событий, случающихся одними акциями, будут балансироваться, перекрываться благоприятными событиями, случающимися с другими акциями, оставляя инвестору скорректированную коэффициентом beta ожидаемую доходность портфеля.

[21] Исходные предпосылки CAPM — предмет дискуссий в работах по инвестициям, корпоративным финансам и оценке, столь многочисленных, что здесь нет никакой возможности их цитировать.

ныуе горизонты различаются, портфели могут не быть диверсифицированными, проценты за кредит могут быть очень высокими, а налогообложение инвесторов и трансакционные затраты могут оказаться реальными факторами, влияние которых учитывается при принятии решений. Ожидания инвесторов неоднородны, и для акций большинства закрытых компаний не существует рынка. Наконец, в реальных сделках инвесторы могут диктовать цены, но вполне могут этого и не делать. Тем не менее CAPM уже много лет используется как основа для определения ставок дисконтирования и ставок капитализации частных (непубличных) компаний и долей собственности в этих компаниях.

Этот обзор показывает, что есть, по меньшей мере, две основные проблемы, которые необходимо учитывать при использовании модели CAPM для расчета ставок дисконтирования при оценке частных (непубличных, закрытых) и публичных (открытого типа) предприятий:

- **специфический риск.** CAPM предполагает такую диверсификацию портфеля инвестиций, при которой не учитываются несистематические (или специфические для данной компании) риски. При оценке стоимости капитала частных компаний может оказаться неудобным, чтобы специфические риски оцениваемой компании были так просто диверсифицированы;
- **beta.** Оценщики должны предусматривать использование коэффициента beta на практике. Один из способов использования понятия beta — это при построении ставок дисконтирования исходить из того, что beta будет равна 1,0. Поскольку такое предположение не всегда оправданно, использовать коэффициент beta надо весьма осмотрительно.

Глава 7

Введение в модель QMDM: уровень стоимости, относящийся к отдельному акционеру

Введение

В предыдущих главах мы изучали условия применения Интегрированной теории при оценке разных уровней стоимости предприятия (ликвидной миноритарной доли, финансового контроля, стратегического контроля). В этой главе мы обратимся к оценке специфических неликвидных долей собствеиности предприятия или к уровню стоимости, соответствующего отдельно взятому акционеру.

Экономические детерминанты стоимости на уровне отдельного акционера такие же, как и на уровне предприятия: ожидаемый денежный поток, темпы его роста и степень риска. Чтобы обосновать разумную оценку стоимости, адекватную уровню отдельного акционера, к его доле собственности должен быть приспособлен каждый элемент оценки. Иными словами, мы анализируем те денежные потоки, которые соответствуют этой доле, их ожидаемый рост или увеличение капитализации этой доли, а также степень риска того, что ожидаемые денежные потоки и рост будут действительно достигнуты в прогнозируемом периоде владения акциями.

Часто задаваемые вопросы

- Каковы источники стоимости на уровне отдельного акционера (то есть неликвидной миноритарной доли собственности)?
- Какие подходы к оценке следует применять при измерениях стоимости бизнеса на уровне акционера?
- Какие входные факторы используются при анализе дисконтированного денежного потока на уровне акционера?
- Какими экономическими факторами определяются различия в оценках стоимости на уровнях стоимости предприятия в целом и отдельного акционера?
- Являются ли агентские затраты (связанные с куплей-продажей финансовых инструментов, в данном случае акций, по поручению клиента)

компонентом скидки на миноритарный характер доли собственности или скидки на недостаточную ликвидность доли собственности?

Возможные подходы к оценке стоимости на уровне акционера

Как и применительно ко всякому иному активу, оценщик должен рассмотреть возможность использования трех основных подходов к оценке стоимости рассматриваемой неликвидной миноритарной доли собственности.

Подход, основанный на активах. В рамках подхода, основанного на активах, оценщики рассчитывают показатели стоимости, изучая стоимость чистых активов предприятия, без учета оценок задолженности. Обычно подход, основанный на активах, неудобен для оценки неликвидных миноритарных долей собственности производственных компаний, поскольку миноритарный акционер не имеет доступа ни к активам, ни к управлению задолженностью предприятия. У него нет никаких прав распоряжения активами предприятия и его долгами[1].

Рыночный подход. Методы оценки в рамках рыночного подхода основаны на сравнении оцениваемой доли собственности с такими же долями собственности в бизнесе или с акциями, которые продаются на рынке. Оценщики часто используют ряд методов, относящихся к рыночному подходу для того, чтобы определить стоимость неликвидных миноритарных долей собственности.

С одной стороны, оценщики могут попытаться оценить рассматриваемую долю собственности, анализируя состоявшиеся ранее сделки с аналогичными миноритарными долями собственности того же оцениваемого предприятия. Хотя в принципе этот метод и привлекателен, он редко бывает плодотворным на практике, поскольку здесь оказываются трудно преодолимыми такие ограничения, как малое число зафиксированных сделок, а также особые (неповторяющиеся) мотивации участвующих в них сторон, помимо еще и временных рамок сделок.

С другой стороны, оценщик может попытаться определить подходящую скидку на недостаточную ликвидность с пропорциональной части стоимости предприятия, которая приходится на оцениваемую долю собственности. Для этого анализируются наблюдения над парными рыночными трансакциями, в которых участвуют активы, приблизительно одинаковые во всем, кроме условий ликвидности. Этот метод в конечном счете аналогичен методу трансакций с сопоставимыми компаниями, за исключением того, что здесь оценщик пытается оценить скидку на недостаточную ликвидность, а не определить стоимость самого оцениваемого предприятия. Рыночные данные, используемые в рамках этого метода, — это различные публикации исследований характерис-

[1] Для холдинговых организаций подход, основанный на активах, начиная с чистой стоимости активов, мог бы и подойти, но для оценки долей собственности в этих компаниях скорее пригодится доходный подход, как это будет показано ниже.

тик акций, выпущенных до IPO, а также ограниченных акций. В конечном счете, мы обнаруживаем, что сопоставимость характеристик оцениваемой доли собственности с доступными рыночными данными настолько ограничена, что в большинстве случаев применение этого метода оказывается бессмысленным.

Наконец, оценщики могут попытаться оценить подходящую скидку на недостаточную ликвидность, обратившись к эмпирическим исследованиям публикуемых рыночных данных. Этот метод обычно опирается на регрессионный анализ, который позволяет обнаружить статистические соотношения между применяемой скидкой на недостаточную ликвидность (зависимая переменная) и группой независимых переменных, описывающих оцениваемую долю собственности, предприятие в целом, а также превалирующие общеэкономические, отраслевые или рыночные условия. Хотя такой анализ может дать интересные научные познания относительно наблюдаемых рыночных данных, он редко оказывается достаточно понятным и надежным для его использования на практике.

Применение разных методов в рамках рыночного подхода требует сначала оценить, образуют ли доступные рыночные данные разумную базу для сравнения с оцениваемым активом. Превалирующие стандарты оценки стоимости бизнеса и практика дают три принципиальные основы для такой оценки: 1) есть ли достаточное сходство качественных и количественных иивестиционных характеристик с оцениваемом активом; 2) объем и верифицируемость данных об активах в сравнении с оцениваемым активом; 3) получены ли цены аналогичных инвестиций в добровольной сделке («на расстоянии вытянутой руки») либо при продаже по принуждению или в связи с безвыходным положением. Кроме того, надо учитывать временные периоды, устанавливаемые для используемых рыночных данных, а также сроки изменения тех цен, которые используются в оценочных мультипликаторах. Проводя оценку именно на этих основаниях, мы увидим, что доступные нам рыночные данные из исследований акций, выпущенных до IPO, и применительно к ограниченным акциям недостаточно сопоставимы с большинством оцениваемых долей собственности, чтобы оправдать применение методов оценки, относящихся к рыночному подходу[2].

Доходный подход. В рамках доходного подхода оценщики используют методы, которые преобразуют предвидимые экономические выгоды в текущую стоимость (PV) оцениваемого объекта. Такой подход интуитивно привлекает широкий круг активов, включая неликвидные миноритарные доли собственности. Само определение активов, введенное американским Советом по стандартам финансового учета (FASB), подтверждает общую применимость доходного подхода: «Активы — это возможные будущие экономические выгоды, получаемые или контролируемые отдельной экономической единицей как результат прошлых трансакций или событий»[3].

---

[2] См. приложение к этой главе, где обсуждаются вопросы применимости исследований «до-IPO» и ограниченных акций.

[3] См. SFAC 6, Elements of Financial Statements.

Модель дисконтированного денежного потока является исходным инструментом обоснования стоимости доли собственности в рамках доходного подхода. Оценщики могут использовать модель дисконтированного денежного потока для определения стоимости оцениваемой неликвидной миноритарной доли в контексте существующей оценки стоимости предприятия. Когда модель дисконтированного денежного потока используется для оценки доли собственности, скидку на недостаточную ликвидность можно рассматривать как характеристику (describing) соотношений между уровнями стоимости для отдельных акционеров и для предприятия в целом, а не как результат детерминированного установления (determining) такого соотношения. Иными словами, скидка на недостаточную ликвидность — это результат оценивания, а вовсе не один из заранее фиксированных входных параметров оценки (valuation input).

Принципиальным вызовом практическому использованию модели дисконтированного денежного потока является спецификация соответствующих предпосылок, принимаемых при ее применении. Хотя теоретические основы доходного подхода неопровержимы, применение неадекватных или необоснованных теоретически предпосылок может привести и к ошибочным оценкам. Из этого вытекает достаточно простое заключение о том, что предпосылки тех или иных изменений стоимости бизнеса должны быть тщательно специфицированы, но вовсе не о том, что здесь якобы предпочтительнее рыночный подход с использованием не вполне сопоставимых данных. В конце концов, используя методы оценки стоимости бизнеса, соответствующие рыночному подходу, оценщик не избавляется от необходимости принимать те или иные исходные предпосылки расчетов, даже если при этом такого рода предпосылки и не выступают в явной форме[4].

Доходный подход — это наиболее приемлемая основа для определения стоимости на уровне акционера.

QMDM: модель дисконтированного денежного потока применительно к уровню акционера

Количественная модель скидки на недостаточную ликвидность (QMDM — Quantitative Marketability Discount Model) применительно к дисконтированному денежному потоку на уровне акционера — это один из методов оценки в рамках доходного подхода. QMDM представляет стандартизированный формат для анализа, прогнозирования и дисконтирования денежных потоков на уровне отдельных акционеров, применимый к почти любой ликвидной миноритарной доле собственности[5].

Входные данные модели QMDM аналогичны используемым в традиционных моделях дисконтированного денежного потока для уровня предприятия. Два набора соответствующих предпосылок сравниваются в *таблице 7.1*.

[4] Для конкретизации этого пункта см. обсуждение фундаментальных корректировок мультипликаторов сопоставимых компаний в главе 5.

[5] *Mercer Z.C.* Quantifying Marketability Discounts. — Memphis, TN: Peabody Publishing, LP, 1997.

Таблица 7.1. Предпосылки применения модели дисконтированного денежного потока для уровней предприятия и отдельного акционера

Предпосылки модели дисконтированного денежного потока предприятия	Предпосылки модели дисконтированного денежного потока (с учетом применения QMDM) на уровне отдельных акционеров
1. Прогнозный период владения акциями	1. Диапазон значений ожидаемых периодов
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (в течение прогнозного периода)	2а. Ожидаемая распределяемая прибыль/дивидендный доход 2б. Ожидаемый рост отношения распределяемая прибыль/дивиденды 2в. Сроки поступления (середина или конец года)
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (на конец прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса за период владения акциями 3б. Премия или скидка к прогнозируемой оценке стоимости предприятия
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон значений требуемых ставок доходности за периоды владения акциями

Каждый из входных параметров модели дисконтированного денежного потока предприятия (в левой половине таблицы) приспособлен для принятия в качестве предпосылок применительно к оценкам на уровне миноритарных акционеров частных предприятий (правая часть таблицы). Хотя модель QMDM непосредственно оценивает неликвидную миноритарную долю собственности рассматриваемой компании, она все же не используется изолированно. Она сочетается с одновременным оцениванием предприятия в целом, поскольку на уровне акционеров ожидания денежных потоков, рисков и темпов роста неразрывно связаны с соответствующими ожиданиями применительно к уровню предприятия в целом.

Структура модели дисконтированного денежного потока (DCF) для уровня акционера

В главе 1 мы рассмотрели основную структуру двухстадийной модели дисконтированного денежного потока для предприятия в целом, которую мы математически выразили в терминах денежного потока (CF), темпов прироста (g) и риска (r), как это показано в уравнении 7.1.

Двухстадийная модель дисконтированного денежного потока для уровня предприятия следующая:

$$V_e = \underbrace{\sum_{i=1}^{f}\left[\frac{CF(1+g_e)^i}{(1+r)^i}\right]}_{\text{PVICF}} + \underbrace{\left[\frac{CF(1+g_e)^{(f+1)}/(r-g)}{(1+r)^f}\right]}_{\text{PVTV}} \qquad (7.1)$$

Вспомним прежнее обсуждение в главе 1. PVICF, первый член в уравнении 7.1, — это текущая стоимость (PV) промежуточных денежных потоков за конечный прогнозный период, завершающийся в году f. Второй член, PVTV, представляет текущую оценку (PV) терминальной стоимости. Терминальная стоимость — это стоимость всех будущих денежных потоков после года f (до бесконечности) или прогнозируемая стоимость предприятия на конец года f. Обозначение r в модели — это ставка дисконтирования (на уровне предприятия), характеризующая риски поступления ожидаемых денежных потоков, которые растут в промежуточные периоды среднегодовым темпом прироста g_e, а также долгосрочная ставка g (для расчетов применительно к терминальному периоду).

Точно такая же структура двухстадийной модели дисконтированного денежного потока может быть использована для соответствующих измерений стоимости бизнеса на уровне отдельного акционера, как это показано в уравнении 7.2:

$$V_{sh} = \underbrace{\sum_{i=1}^{f}\left[\frac{CF_{sh}(1+g_d)^i}{(1+R_{hp})^i}\right]}_{\textbf{PVICF}} + \underbrace{\left[\frac{V_e(1+g_v)^f(1+P/D\%)}{(1+R_{hp})^f}\right]}_{\textbf{PVTV}} \qquad (7.2)$$

Уравнение 7.2 включает каждый из перечисленных в таблице 7.1 входных параметров модели дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера.

1. **Диапазон значений ожидаемых периодов владения акциями.** В нашем уравнении ожидаемый период владения акциями обозначен годом f. Это последний год, до которого делаются дискретные прогнозы денежного потока, и тот год, для которого прогнозируется терминальная стоимость.

2а. **Ожидаемая распределяемая прибыль/дивидендный доход.** Показатель ожидаемая распределяемая прибыль/дивидендный доход определяет условия формирования первоначального ожидаемого денежного потока для акционера (CF_{sh}), определяющего текущую стоимость (PV) предприятия (V_e).

2б. **Ожидаемый рост отношения распределяемая прибыль/дивиденды.** Ожидаемый рост отношения распределяемая прибыль/дивиденды определяет последовательно промежуточные денежные потоки для акционера в терминах среднегодовых темпов прироста (g_d) относительно первоначально ожидаемого денежного потока для акционера (CF_{sh}). (Предпосылки 1 и 2а, 2б специфицируют числитель первого члена в уравнении 7.2 или ожидаемое распределение прибылей на протяжении прогнозируемого периода владения неликвидным активом.)

2в. **Сроки поступления доходов (середина или конец года).** Текущая стоимость (PV) промежуточных денежных потоков зависит от того, когда акционеры рассчитывают их получить. Предпосылка периодичности получения промежуточных доходов прояв-

ляется в условиях дисконтирования (на конец или середину года), обозначаемых в знаменателе буквой i.

3а. Рост стоимости бизнеса за период владения акциями. Предполагаемый рост стоимости бизнеса за период владения акциями (g_e) определяет терминальную стоимость предприятия с учетом предвидимого среднегодового прироста стоимости капитала по сравнению с текущей стоимостью предприятия (V_e).

3б. Премия или скидка к прогнозируемой оценке стоимости предприятия. От применения модели дисконтированного денежного потока для уровня акционера чаще всего ожидают то, что прогнозная терминальная стоимость, которую должны получить миноритарные акционеры, является ликвидной миноритарной долей собственности. При некоторых обстоятельствах, однако, оценщику может потребоваться установить, получит ли миноритарный акционер часть терминальной стоимости выше или ниже уровня прогнозируемой стоимости предприятия. Эта потенциальная премия или скидка (P/D%) применима к прогнозной терминальной стоимости предприятия. (Предпосылки 3а и 3б определяют числитель второго члена уравнения 7.2.)

4. Диапазон значений требуемых ставок доходности за периоды владения акциями. Требуемые доходности за период владения акциями (R_{hp}) — это ставки дисконтирования, принимаемые в модели дисконтированного денежного потока для уровня акционера. Ставка дисконтирования на уровне акционера — это сумма ставки дисконтирования для уровня предприятия и соответствующей премии за период владения акциями. Эта премия необходима для того, чтобы компенсировать миноритарному инвестору принимаемые им особые риски, связанные с инвестированием его средств в неликвидные ценные бумаги (акции).

Предпосылка 4, если ее применять к уравнению 7.2, позволяет рассчитать PVICF и PVTV; эти характеристики в совокупности составляют V_{sh}.

Уравнения 7.1 и 7.2 вместе демонстрируют то, что неликвидные миноритарные доли собственности (V_{sh}) могут оцениваться с помощью методов доходного подхода, в частности, с использованием той же модели дисконтированного денежного потока, которая используется при оценке стоимости предприятий в целом (V_e).

Скидка на недостаточную ликвидность высчитывается следующим образом:

$$MD = \frac{1 - V_{sh}}{V_e} \qquad (7.3)$$

Как показано в уравнении 7.3, скидка на недостаточную ликвидность определена как отношение между величинами, найденными с помощью уравнений 7.1 и 7.2.

Исходя из этих рассуждений должно быть понятно высказанное нами ранее утверждение о том, что скидка на недостаточную ликвидность — это не вход-

ной параметр оценки, а, скорее, результат процедуры оценивания. В уравнении 7.3 скидка на неликвидность (MD) описывает отношение между V_{sh}, или стоимостью на уровне акционера, и V_e, или стоимостью предприятия. Уравнение 7.3 показывает также бесполезность оценки MD непосредственно (и отсюда V_{sh} определяется опосредованно) с применением неадекватных данных о состоявшихся сделках, которые черпаются из исследований ограниченных акций. Предпочтительнее оценивать V_{sh} непосредственно в контексте V_e, чтобы определять MD, а не пытаться определять V_{sh} опосредованно через оценку MD:

- **денежный поток для акционера — владельца миноритарной доли меньше денежного потока для предприятия в целом (CF_{sh} < CF).** При обсуждении вопросов Интегрированной теории в главе 3 мы отмечали, что существование потенциальных агентских затрат, связанных с трансакциями ценных бумаг (акций), может порождать разницу между денежными потоками для акционера и для предприятия в целом:
  - **непропорциональное распределение.** Агентские затраты обременяют миноритарных акционеров, когда существует непропорциональное распределение доходов в пользу некоторых акционеров, а именно владельцев контрольной доли, получающих бонусы сверх нормализованного вознаграждения. Эти средства не включаются в пропорциональное распределение и не используются в качестве источника инвестиций, которые обеспечивают будущий рост стоимости компании;
  - **неоптимальное реинвестирование.** Неоптимальное реинвестирование возникает в том случае, когда менеджмент предприятия реинвеструет средства с доходностью меньшей, чем стоимость капитала (требуемая доходность капитала). Как мы видели, важная предпосылка модели Гордона состоит в том, что все денежные потоки предприятия либо распределяются, либо реинвестируются в предприятие в соответствии с присущей ему ставкой дисконтирования. Именно реинвестирование прибылей ведет к последующему умножению прибылей (и повышению стоимости предприятия), в частности, в течение заданного временного горизонта, темпами, превышающими долговременные прогнозируемые темпы роста прибыли от основной деятельности предприятия. Не вполне оптимальное реинвестирование тормозит ожидаемый рост стоимости, а также рост V_{sh}, требуя, при прочих равных условиях, увеличения скидок на недостаточную ликвидность миноритарных пакетов акций частных (непубличных) компаний;

- **дополнительные риски миноритарных инвесторов превышают риски предприятия в целом (R_{hp} > R).** Рассчитывая показатели оценки ликвидной миноритарной доли собственности (уровень предприятия), оценщики определяют ставки дисконтирования для собственного капитала. Такие ставки дисконтирования отражают представ-

ления оценщиков о рисках достижения прогнозируемых денежных потоков при соответствующих условиях развития компании. Эти риски включаются в ставку дисконтирования предприятия R и в оценку стоимости предприятия. Миноритарные инвесторы в неликвидные доли собственности встречаются с дополнительными рисками, включая неопределенность ожидаемого периода владения акциями (который может быть долгим и неопределенным), ограничения в передаче акций, а также в случае с необлагаемыми налогом хозяйственными единицами, с потенциально неблагоприятным использованием денежного потока (если на предприятии нарушаются условия их справедливого распределения между акционерами).

Любые сочетания агентских затрат, или дополнительных рисков, с которыми встречаются акционеры, приводит к сокращению V_h относительно V_e, и поэтому, при прочих равных условиях, это приводит к увеличению скидки на недостаточную ликвидность.

Визуальное представление уровня стоимости доли собственности отдельного акционера в модели дисконтированного денежного потока

Воздействие различных параметров модели QMDM, возможно, более просто показать с помощью визуального представления о лежащей в ее основе модели дисконтированного денежного потока, как это сделано на простом примере в *таблице 7.2*. Здесь надо попросить читателя иметь в виду те предпосылки, из которых исходит этот пример. В главах 8 и 9 исследуется вопрос о том, как определять и обосновывать представленные предпосылки модели QMDM.

На практике мы рассчитываем оценки стоимости на уровне отдельного акционера (и соответствующие скидки на недостаточную ликвидиость) для ряда потенциальных периодов владения акциями и показателей требуемой доходности в такие периоды. Для упрощения демонстрации в таблице 7.2 показаны стоимость ликвидной миноритарной доли собственности и скидка на недостаточную ликвидность только для одного ряда таких предпосылок модели.

1. **Ожидаемый период владения акциями.** Ожидаемый период владения акциями, принятый за 10 лет, определяет продолжительность периода прогноза и ту точку, на которой, как ожидается, будет достигнута прогнозируемая терминальная стоимость (то есть когда инвестиции в акции становятся ликвидными).

2а. **Ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход.** Для простоты демонстрации модели мы рассчитали стоимость на уровне акционера относительно базовой стоимости предприятия в 1,00 доллар. В этом примере показатель «ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход» в 10,0% определяет началь-

ный денежный поток для акционера в 0,100 доллара (1,00 долларов стоимость предприятия × 10,0% ожидаемый доход).

2б. **Ожидаемый прирост показателя распределяемая прибыль/дивиденды.** Ожидаемый прирост показателя распределяемая прибыль/дивиденды в 5% (среднегодовой) определяет последовательные промежуточные ожидаемые денежные потоки для акционеров по отношению к ожидаемому начальному денежному потоку в 0,10 доллара.

2в. **Сроки выплаты (середина или конец года).** В этом примере предположение о расчете денежного потока на конец года определяет периоды дисконтирования как 1 год, 2 года и т.д.

3а. **Прирост стоимости за период владения акциями.** Предполагаемый темп прироста стоимости за период владения акциями в 5% (среднегодовой) определяет терминальную стоимость предприятия в 1,629 ($1{,}05^{10}$).

3б. **Премия или скидка к прогнозируемой стоимости предприятия.** В этом примере не предполагается конкретная премия или скидка на прогнозируемую стоимость предприятия. Если бы они были, то определенные расчетом премия или скидка были бы применены к терминальной стоимости предприятия в 1,629 доллара.

4. **Требуемая доходность за период владения акциями.** Требуемая доходность за период владения акциями в 20% определяет коэффициенты приведения стоимости, применимые к каждому из прогнозируемых промежуточных денежных потоков и к терминальной стоимости.

Входные параметры QMDM определяют прогнозные денежные потоки и соответствующие коэффициенты приведения к современной стоимости для модели дисконтированного денежного потока на уровне акционера. Как показано в верхней части *таблицы 7.2*, механизм применения коэффициентов приведения к разным денежным потокам ничем не отличается от того, что характеризует модель дисконтированного денежного потока для предприятия в целом. Расчетная стоимость оцениваемой неликвидной миноритарной доли собственности (V_i = 0,754 доллара) — это сумма текущей оценки стоимости (PV) прогнозных промежуточных денежных потоков (0,491 доллара) и текущей оценки (PV) прогнозируемой терминальной стоимости (0,263 доллара). Соответствующая скидка на недостаточную ликвидность, рассчитанная в нижней части таблицы 7.2, скорее, вытекает из отношений между уровнями стоимости для отдельного акционера и предприятия в целом, чем заранее устанавливает их (defines)[6].

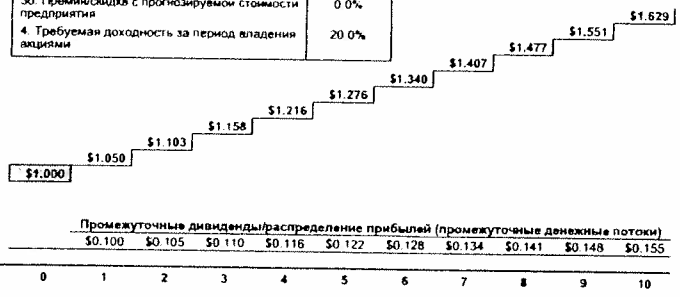
[6] В контексте *уравнения 7.3*:

$$\begin{aligned} MD &= (1 - V_{sh} / V_e) \\ &= (1 - \$0{,}754 / \$1{,}00) \\ &= (1 - 75{,}4\%) \\ &= 24{,}6\%. \end{aligned}$$

Glava7.qxd 17.03.2008 10:26 Page 11

Таблица 7.2. Визуальное представление QMDM

Характеристика модели дисконтированного денежного потока (QMDM) на уровне акционера — входные параметры	
1. Ожидаемый период владения акциями	10 лет
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендные доходы	10.0%
2б. Ожидаемый прирост распределяемой прибыли/дивидендов (среднегодовой)	5.0%
2в. Сроки выплаты дивидендов (середина или конец года)	Конец года
3а. Прирост стоимости предприятия за период владения акциями (среднегодовой)	5.0%
3б. Премия/скидка с прогнозируемой стоимости предприятия	0.0%
4. Требуемая доходность за период владения акциями	20.0%



	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Промежуточные дивиденды/распределение прибылей (промежуточные денежные потоки)		$0.100	$0.105	$0.110	$0.116	$0.122	$0.128	$0.134	$0.141	$0.148	$0.155
Периоды дисконтирования		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Коэффициент приведения стоимости (промежуточные денежные потоки)		0.8333	0.6944	0.5787	0.4823	0.4019	0.3349	0.2791	0.2326	0.1938	0.1615
Коэффициент приведения терминальной стоимости											0.1615

Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности			Приведенная стоимость (PV) промежуточных денежных потоков и приведенная оценка (PV) терминальной стоимости									
PVICF	$0.491	65.1%	$0.083	$0.073	$0.064	$0.056	$0.049	$0.043	$0.037	$0.033	$0.029	$0.025
PVTV	$0.263	34.9%										$0.263
Стоимость NMM	$0.754	100.0%										

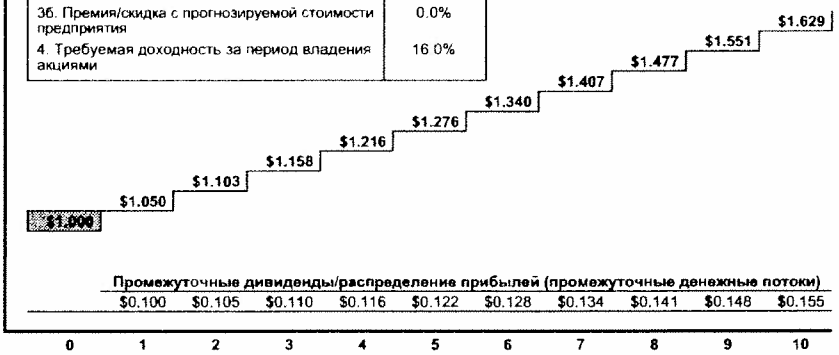
Расчет скидки на недостаточную реализуемость	
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности (стоимость предприятия)	$1.000
Минус: стоимость неликвидной доли собственности (стоимость на уровне акционера)	$0.754
Скидка на недостаточную ликвидность (долл.)	$0.246
Скидка на недостаточную реализуемость (%)	24.6%

Факторы, влияющие на формирование скидки на недостаточную ликвидность

Обсуждая вопрос об уровне стоимости для отдельного акционера в контексте Интегрированной теории, мы отмечали, что скидка на недостаточную ликвидность возникает вследствие существования двух экономических факторов: агентских затрат (в форме непропорционального распределения прибылей между акционерами и/или не вполне оптимального реинвестирования денежных потоков компании) и дополнительных рисков, с которыми сталкиваются миноритарные инвесторы в акции частных предприятий. Используя предыдущую иллюстрацию, мы можем показать воздействие этих двух факторов на скидку на недостаточную ликвидность (*табл. 7.3—7.5*).

Таблица 7.2. Визуальное представление QMDM

Характеристика модели дисконтированного денежного потока (QMDM) на уровне акционера — входные параметры	
1. Ожидаемый период владения акциями	10 лет
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендные доходы	10.0%
2б. Ожидаемый прирост распределяемой прибыли/дивидендов (среднегодовой)	5.0%
2в. Сроки выплаты дивидендов (середина или конец года)	Конец года
3а. Прирост стоимости предприятия за период владения акциями (среднегодовой)	5.0%
3б. Премия/скидка с прогнозируемой стоимости предприятия	0.0%
4. Требуемая доходность за период владения акциями	16.0%



Периоды дисконтирования		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Коэффициент приведения стоимости (промежуточные денежные потоки)		0.8621	0.7432	0.6407	0.5523	0.4761	0.4104	0.3538	0.3050	0.2630	0.2267
Коэффициент приведения терминальной стоимости											0.2267
Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности			**Приведенная стоимость (PV) промежуточных денежных потоков и приведенная оценка (PV) терминальной стоимости**								
PVICF	**$0.573**	**60.8%**	**$0.086**	**$0.078**	**$0.071**	**$0.064**	**$0.058**	**$0.052**	**$0.047**	**$0.043**	**$0.039**	**$0.035**
PVTV	**$0.369**	**39.2%**										**$0.369**
Стоимость NMM	**$0.942**	**100.0%**										

Расчет скидки на недостаточную ликвидность	
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности (стоимость предприятия)	$1.000
Минус: стоимость неликвидной доли собственности (стоимость на уровне акционера)	$0.943
Скидка на недостаточную ликвидность (долл.)	$0.057
Скидка на недостаточную ликвидность (%)	**5.7%**

Факторы, влияющие на формирование скидки на недостаточную ликвидность

Обсуждая вопрос об уровне стоимости для отдельного акционера в контексте Интегрированной теории, мы отмечали, что скидка на недостаточную ликвидность возникает вследствие существования двух экономических факторов: агентских затрат (в форме непропорционального распределения прибылей между акционерами и/или не вполне оптимального реинвестирования денежных потоков компании) и дополнительных рисков, с которыми сталкиваются миноритарные инвесторы в акции частных предприятий. Используя предыдущую иллюстрацию, мы можем показать воздействие этих двух факторов на скидку на недостаточную ликвидность (*табл. 7.3—7.5*).

Таблица 7.3. Модель QMDM без учета агентских затрат или дополнительных рисков

Характеристика модели дисконтированного денежного потока (QMDM) на уровне акционера — входные параметры	
1. Ожидаемый период владения акциями	10 лет
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендные доходы	10.0%
2б. Ожидаемый прирост распределяемой прибыли/дивидендов (среднегодовой)	6.0%
2в. Сроки выплаты дивидендов (середина или конец года)	Конец года
3а. Прирост стоимости предприятия за период владения акциями (среднегодовой)	6.0%
3б. Премия/скидка с прогнозируемой стоимости предприятия	0.0%
4. Требуемая доходность за период владения акциями	16.0%

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Стоимость предприятия, нормализованная к 1 доллару (стоимость $MM)	$1.000	$1.060	$1.124	$1.191	$1.262	$1.338	$1.419	$1.504	$1.594	$1.689	$1.791
Промежуточные дивиденды/распределение прибылей (промежуточные денежные потоки)		$0.100	$0.106	$0.112	$0.119	$0.126	$0.134	$0.142	$0.150	$0.159	$0.169
Периоды дисконтирования		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Коэффициент приведения стоимости (промежуточные денежные потоки)		0.8621	0.7432	0.6407	0.5523	0.4761	0.4104	0.3538	0.3050	0.2630	0.2267
Коэффициент приведения терминальной стоимости											0.2267

Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности			Приведенная стоимость (PV) промежуточных денежных потоков и приведенная оценка (PV) терминальной стоимости									
PVICF	$0.594	59.4%	$0.086	$0.079	$0.072	$0.066	$0.060	$0.055	$0.050	$0.046	$0.042	$0.038
PVTV	$0.406	40.6%										$0.406
Стоимость NMM	$1.000	100.0%										

Расчет скидки на недостаточную ликвидность	
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности (стоимость предприятия)	$1.000
Минус: стоимость неликвидной доли собственности (стоимость на уровне акционера)	$1.000
Скидка на недостаточную ликвидность (долл.)	$0.00
Скидка на недостаточную ликвидность (%)	**0.0%**

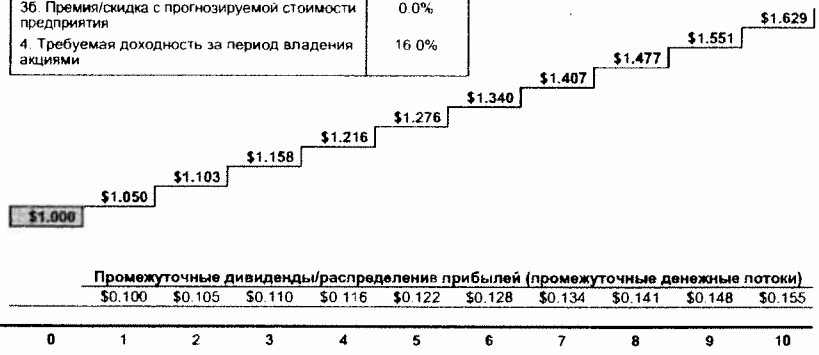
Исходный пример (стоимость на уровне акционера равна стоимости на уровне предприятия)

Прежде всего мы рассмотрим гипотетический случай, в котором не присутствуют ни тот, ни другой факторы, порождающие скидку на недостаточную ликвидность, и, таким образом, стоимость на уровне акционера равна соответствующей стоимости на уровне предприятия.

Предположим, что исходная стоимость предприятия подразумевает прирост прибыли от основной деятельности в 6% (среднегодовой) и общую требуемую доходность, то есть ставку дисконтирования, в 16%. Если не существуют агентские затраты или дополнительные риски, связанные с владением неликвидной миноритарной долей собственности в предприятии, входные параметры модели дисконтированного денежного потока (и соответствующая скидка) будут теми, которые представлены в таблице 7.3.

Таблица 7.4. Модель QMDM с агентскими затратами

Характеристика модели дисконтированного денежного потока (QMDM) на уровне акционера — входные параметры	
1. Ожидаемый период владения акциями	10 лет
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендные доходы	10.0%
2б. Ожидаемый прирост распределяемой прибыли/дивидендов (среднегодовой)	5.0%
2в. Сроки выплаты дивидендов (середина или конец года)	Конец года
3а. Прирост стоимости предприятия за период владения акциями (среднегодовой)	5.0%
3б. Премия/скидка с прогнозируемой стоимости предприятия	0.0%
4. Требуемая доходность за период владения акциями	16.0%



Периоды дисконтирования		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Коэффициент приведения стоимости (промежуточные денежные потоки)		0.8621	0.7432	0.6407	0.5523	0.4761	0.4104	0.3538	0.3050	0.2630	0.2267
Коэффициент приведения терминальной стоимости											0.2267

Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности			Приведенная стоимость (PV) промежуточных денежных потоков и приведенная оценка (PV) терминальной стоимости									
PVICF	$0.573	60.8%	$0.086	$0.078	$0.071	$0.064	$0.058	$0.052	$0.047	$0.043	$0.039	$0.035
PVTV	$0.369	39.2%										$0.369
Стоимость NMM	$0.942	100.0%										

Расчет скидки на недостаточную ликвидность	
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности (стоимость предприятия)	$1.000
Минус: стоимость неликвидной доли собственности (стоимость на уровне акционера)	$0.943
Скидка на недостаточную ликвидность (долл.)	$0.057
Скидка на недостаточную ликвидность (%)	**5.7%**

Отсутствие агентских затрат можно представить при сравнении совокупных прогнозируемых источников окупаемости для инвестора в неликвидную миноритарную долю собственности (доходность денежного потока и рост капитализации) с основной ставкой дисконтирования, принятой в отношении предприятия. Непропорциональное распределение прибылей уменьшает доходность денежного потока, поступающего инвестору в неликвидную миноритарную долю собственности, тогда как не вполне оптимальное реинвестирование сокращает прогнозируемую норму роста капитализации, или увеличения стоимости. В этом примере сумма ожидаемого отношения распределение прибылей/дивидендный доход (10,0%) и темпа прироста стоимости (среднегодового) в течение периода владения акциями (6,0%) равна ставке дисконтирования для предприятия (16,0%).

Таблица 7.5. Модель QMDM с дополнительными рисками

Характеристика модели дисконтированного денежного потока (QMDM) на уровне акционера — входные параметры	
1. Ожидаемый период владения акциями	10 лет
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендные доходы	10.0%
2б. Ожидаемый прирост распределяемой прибыли/дивидендов (среднегодовой)	6.0%
2в. Сроки выплаты дивидендов (середина или конец года)	Конец года
3а. Прирост стоимости предприятия за период владения акциями (среднегодовой)	6.0%
3б. Премия/скидка с прогнозируемой стоимости предприятия	0.0%
4. Требуемая доходность за период владения акциями	20.0%

	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Стоимость предприятия, нормализованная к 1 доллару (стоимость $MM)	$1.000	$1.060	$1.124	$1.191	$1.262	$1.338	$1.419	$1.504	$1.594	$1.689	$1.791
Промежуточные дивиденды/распределение прибылей (промежуточные денежные потоки)		$0.100	$0.106	$0.112	$0.119	$0.126	$0.134	$0.142	$0.150	$0.159	$0.169
Периоды дисконтирования		1.00	2.00	3.00	4.00	5.00	6.00	7.00	8.00	9.00	10.00
Коэффициент приведения стоимости (промежуточные денежные потоки)		0.8333	0.6944	0.5787	0.4823	0.4019	0.3349	0.2791	0.2326	0.1938	0.1615
Коэффициент приведения терминальной стоимости											0.1615

Стоимость неликвидной миноритарной доли собственности			Приведенная стоимость (PV) промежуточных денежных потоков и приведенная оценка (PV) терминальной стоимости									
PVICF	$0.508	63.7%	$0.083	$0.074	$0.065	$0.057	$0.051	$0.045	$0.040	$0.035	$0.031	$0.027
PVTV	$0.289	36.3%										$0.289
Стоимость NMM	$0.797	100.0%										

Расчет скидки на недостаточную ликвидность	
Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности (стоимость предприятия)	$1.000
Минус: стоимость неликвидной доли собственности (стоимость на уровне акционера)	$0.797
Скидка на недостаточную ликвидность (долл.)	$0.203
Скидка на недостаточную ликвидность (%)	**20.3%**

Если нет дополнительных рисков, связанных с владением неликвидной миноритарной долей собственности оцениваемого предприятия, требуемая доходность за период владения акциями будет равна ставке дисконтирования предприятия. Иными словами, инвесторы в рассматриваемую неликвидную миноритарную долю собственности не получают премиальный доход, причитающийся предприятию, когда оно «как бы свободно продается» на рынке. В этом примере требуемая доходность в течение периода владения акциями составляет 16,0%, то есть равна ставке дисконтирования применительно к предприятию.

В условиях отсутствия как агентских затрат, так и дополнительных рисков для длительного владения неликвидной миноритарной долей собственности модель дисконтированного денежного потока для уровня акционера дает в результате 1,0 доллар, то есть не приводит к какой-либо скидке на исходную стоимость предприятия (расчет показан в нижней части таблицы 7.3)[7].

[7] Стоимость предприятия определяется с помощью модели Гордона:
$V_e = CF_1 / (r - g) = \$0{,}10/(16\% - 6\%) = \$1{,}00$.

Влияние агентских затрат

Теперь мы можем выделить влияние на скидку на неликвидность миноритарной доли собственности такого фактора, как ожидаемые агентские затраты на протяжении всего предстоящего периода владения акциями. В приведенном примере оценщик ожидает не вполне оптимальное реинвестирование денежных потоков компании, что приводит к корректировке в сторону снижения темпов прироста стоимости (и показателя распределяемая прибыль/дивиденды) до 5,0% вместо 6,0%[8].

В результате предпосылки 2б и 3б уменьшаются с 6,0% в таблице 7.3 до 5,0% в таблице 7.4.

Влияние неоптимальных реинвестиций можно представить на примере прогнозируемой терминальной стоимости, которая теперь составляет 1,629 доллара, в сравнении с 1,791 доллара, когда нет агентских затрат (*табл. 7.3*). В терминах стоимости агентские затраты объясняют скидку на недостаточную ликвидность 5,7%, исключая воздействие каких-либо дополнительных премий за период владения акциями (расчет представлен в нижней части таблицы 7.4).

Этот пример показывает, что эффект не вполне оптимального реинвестирования не ограничивается воздействием на доходы инвесторов в неликвидные миноритарные доли собственности. В отличие от других агентских расходов, благодаря которым владельцы контрольного пакета акций могут получить дополнительный доход (то есть чрезмерное вознаграждение для собственника), не вполне оптимально реинвестирование может привести к снижению дохода, получаемого владельцем контрольной доли собственности. Иными словами, несмотря на контроль над предприятием, в перспективе доходы мажоритарных собственников тоже могут пострадать от не вполне оптимального реинвестирования прибылей.

Из этого не следует, однако, что эффект не вполне оптимального реинвестирования не должен быть компонентом скидки на недостаточную ликвидность. Эквивалент публичной компании, или ликвидная миноритарная доля собственности, относительно стоимости которой измеряются скидки на недостаточную ликвидность, определяется как нормализированная текущей практикой, в частности, нормализированная практикой реинвестирования. Условия ликвидности акций, которыми всегда могут воспользоваться миноритарные инвесторы публичных компаний, гарантирует, что неоптимального реинвестирования не будет. Заметьте, это не означает, что отдельные инвестиции каких-то публичных компаний не могут оказаться неудачными. Но дело в том, что такого рода неудачи не могут закладываться в прогнозы. Если бы это было так, то курс акций таких публичных компаний снижался бы до такого уровня, когда прежние менеджеры компании были бы вынуждены уволиться, и на смену им приглашаются новые менеджеры, более ответственные в отношении акционеров и соблюдения их интересов[9].

---

[8] Оценщик может сделать аналогичные предположения в случае, если предприятие в предшествующие годы накапливало излишние активы и ожидается, что оно будет продолжать ту же политику их накопления в предстоящий период владения акциями.

[9] Мы не утверждаем, что примеры «построения империй» или иных агентских затрат никогда не наблюдаются в публичных компаниях даже за длительные периоды времени. Однако мы считаем, что такие примеры являются исключениями на фоне типичной рыночной дисциплины, с которой сталкиваются менеджеры публичных компаний.

Влияние рисков дополнительного периода владения акциями

Мы можем также выделить влияние рисков дополнительного, сверх ожидаемого периода владения акциями на величину скидки на недостаточную ликвидность. В нашем примере оценщик делает заключение, что дополнительный период владения акциями объясняет 4,0% дополнительно к базовой величине скидки для предприятия, что приводит к требуемой доходности за период владения акциями в 20% (см. предпосылку № 4). Чтобы выделить влияние рисков дополнительного периода держания акций, мы вернули ожидаемый показатель прироста стоимости (и показатель распределяемая прибыль/дивиденды) к 6% в предпосылках № 2б и № 3а. Эти изменения отражены в таблице 7.5.

Влияние рисков дополнительного срока владения акциями выражается в более низких коэффициентах приведения стоимости к современному (текущему) значению. Исключая воздействие агентских затрат, надбавка к доходности, отражающая риски дополнительного срока владения акциями, порождает скидку на недостаточную ликвидность в 20,3% (как рассчитано в нижней части таблицы 7.5).

В принципе наблюдаемые скидки при сделках с ограниченными акциями публичных компаний отражают лишь этот компонент общей скидки на недостаточную ликвидность, применимой в отношении к миноритарным долям собственности частных (непубличных) компаний. На практике мы не подходим к этому слишком догматически, поскольку те публичные компании, которые выпускают ограниченные акции, — это обычно небольшие финансово слабые фирмы, торгующие на относительно неэффективных рынках, где описанная выше дисциплина может соблюдаться не так строго, чтобы элиминировать возможность существенных агентских затрат.

Комбинированное воздействие на общую скидку на недостаточную ликвидность

Сочетание относительно низкого прогнозного роста стоимости бизнеса (предприятия) и показателя распределяемая прибыль/дивиденды с более высокой требуемой доходностью за период владения акциями дает первоначальную модель дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера, представленную таблицей 7.2. Заметьте, что общая скидка на недостаточную ликвидность (24,6%) несущественно меньше суммы агентских затрат и компонентов, связанных с риском дополнительного периода владения акциями (5,7% + 20,3% = 26,0%). Это результат взаимодействия более низких коэффициентов приведения к текущей стоимости (PV) и более низких прогнозируемых денежных потоков.

Анализ показывает, что качественная дискуссия о скидке на недостаточную ликвидность, применимой к неликвидной миноритарной доле собственности оцениваемой компании, должна указывать на сущность и устойчивость специфических агентских затрат, порождаемых акционерами, и специфических рисков периода владения акциями, для которых гипотетический добровольный покупатель может потребовать компенсации в форме более высокой требуемой доходности.

Обзор представленного анализа

Мы можем обобщить проведенный анализ модели дисконтированного денежного потока для акционера с помощью нижеследующей таблицы, вначале преобразовав стоимость предприятия для текущего момента. (Скидка на недостаточную ликвидность составит 0%.) Затем отдельно представлено не вполне оптимальное реинвестирование, где результирующее снижение темпов прироста стоимости порождает скидку на недостаточную ликвидность в 5,7%. Далее отдельно представлены характеристики дополнительного риска и требуемой доходности за период владения акциями, что порождает скидку на недостаточную ликвидность в размере 20,3%. Наконец, мы видим комбинированное влияние как не вполне оптимального реинвестирования, так и дополнительного риска, где рассчитанная скидка на недостаточную ликвидность составляет 24,6%.

Таблица 7.6 показывает, насколько важна каждая предпосылка модели QMDM. Она также свидетельствует о том, что разные предпосылки взаимодействуют между собой и влияют на рассчитываемые скидки на недостаточную ликвидность.

Таблица 7.6. Влияние агентских затрат и дополнительного риска на скидку на недостаток ликвидности (%)

		(1)	(2)	(3)	(4)
1. Ожидаемый период владения акциями	Годы	10	10	10	10
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход	Доля поступлений	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
2б. Ожидаемый прирост распределяемой прибыли/дивиденды (среднегодовой)	Темп прироста	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%
2в. Сроки выплаты (середина или конец года)	Время[1]	E	E	E	E
3а. Прирост стоимости за период владения акциями (среднегодовой)	G_V	6.0%	5.0%	6.0%	6.0%
3б. Премия/скидка на прогнозируемую стоимость предприятия	Премия/скидка	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
4. Требуемая доходность за период владения акциями	Минимальная	16.0%	16.0%	20.0%	20.0%
Скидка на недостаточную ликвидность		0.0%	5.7%	20.3%	24.6%

[1] E — конец года

(1) Стоимость предприятия (табл. 7.3)

(2) Только учет условия не вполне оптимального реинвестирования (табл. 7.4)

(3) Только учет условия дополнительных рисков (табл. 7.5)

(4) Не вполне оптимальное реинвестирование и дополнительные риски в совокупности (табл. 7.2)

Скидка на недостаточную ликвидность в четвертом столбце, составляющая 24,6%, включает комбинированное воздействие агентских затрат и дополнительных рисков для уровня отдельного акционера. Эта скидка меньше, чем так называемый нормальный уровень в 30—40% или более. Почему? Обратите внимание на прогнозируемый показатель ожидаемые дивиденды/распределяемый доход, равный 10% в предпосылке № 2а. Высокий текущий дивидендный доход смягчает то, что в ином случае существенно привело бы к большей скидке на недостаточную ликвидность.

Заключение

В этой главе мы исследовали соотношения между уровнями стоимости для предприятия и отдельного акционера в рамках Интегрированной теории. Количественная модель расчета скидок на недостаточную ликвидность (QMDM) — это модель дисконтированного денежного потока для уровня отдельно взятого акционера, стандартизированная для ее приспособления к оценке всех неликвидных миноритарных долей собственности.

Оценка стоимости на уровне акционера строится на основе учета тех же факторов, что и оценка стоимости на уровне предприятия: прогнозируемый денежный поток, темпы роста и риск. Неликвидная миноритарная доля собственности обычно стоит меньше, чем соответствующая пропорциональная часть стоимости предприятия в результате сочетания влияния агентских затрат (которые могут влиять как на объемы, так и на темпы роста денежных потоков) и дополнительных рисков, связанных с периодом владения акциями. Это сочетание вызывает то, что требуемая доходность для миноритарных инвесторов в неликвидные доли собственности частных (непубличных) компаний за период владения акциями превышает ставку дисконтирования, принятую для предприятия.

Приложение 7-А

Посмотрим еще раз на исследования акций, выпускаемых перед объявлением IPO, а также ограниченных акций

При первом ознакомлении с Количественной моделью расчета скидок на недостаточную ликвидность (QMDM) мы утверждаем, что использование рыночных данных, доступных нам по исследованиям акций перед IPO и ограниченных акций, недостаточны для применения рыночного подхода к оценке стоимости неликвидных миноритарных долей собственности частных (непубличных) компаний. В этом приложении мы кратко обобщим причины, почему мы считаем доступные рыночные данные неубедительными для подобных измерений.

Исследования акций до-IPO (pre-IPO)

Исследования акций до-IPO сравнивают цены, по которым акции частной компании обращаются в течение некоторого периода вплоть до действительно происходящего первоначального публичного предложения акций (IPO) со складывающейся при этом ценой их публичного предложения. Предполагается, что разница в ценах, выраженная в процентах к сложившейся цене публичного предложения, отражает более низкую стоимость акций до-IPO. Эта более низкая стоимость акций до-IPO связана с самим характером акций до-IPO. В результате наблюдаемые скидки, применяемые в отношении акций до-IPO, некоторые аналитики рассматривают как некое приближенное значение скидки на недостаточную ликвидность.

Однако наблюдаемые до-IPO скидки скорее отражают нечто большее, чем просто «наказание» за отсутствие ликвидности. По-видимому, оценочные мультипликаторы увеличиваются в результате IPO. Приведем несколько возможных объяснений подобного увеличения стоимости на уровне предприятия. Вот они:

- новый капитал, складывающийся в результате IPO, может вызвать ожидания более быстрого роста будущих прибылей;
- новый капитал, возникший в результате IPO, может быть использован для погашения сформировавшихся до этого долгов. Таким обра-

зом снижается финансовый риск и увеличивается формально прибыль после IPO;

- в зависимости от ситуации на рынке может возникнуть интерес к вновь выпущенным акциям и необычный спрос на них. В зависимости от объема предложения таких акций цены публичного предложения могут возрасти.

Наблюдаемые различия между ценами при сделках по продаже акций до-IPO и ценами публичного предложения акций одних и тех же компаний включают в себя как изменения в стоимости самих предприятий, вызванные IPO, так и дополнительную надбавку к доходности, требуемую инвесторами в отсутствии необходимой ликвидности акций (то есть до-IPO). И в той мере, в какой стоимость предприятия увеличивается в результате IPO, использование предшествующей ему скидки (скидки до-IPO) в качестве приближенного значения соответствующей скидки на недостаточную ликвидность акций, скорее всего, приведет к занижению оценки стоимости неликвидной миноритарной доли собственности другой оцениваемой частной (непубличной) компании.

Исследования ограниченных акций

В дополнение к исследованиям сделок с акциями до-IPO в целом ряде исследований ограниченных акций преследуется цель получить непосредственные свидетельства относительно величины скидок на недостаточную ликвидность, применимых к оцениваемым миноритарным долям собственности. Мы суммировали результаты этих исследований в *таблице 7.7*.

Сделаем следующие замечания относительно доступных рыночных данных, содержащихся в исследованиях ограниченных акций:

- **число наблюдаемых сделок здесь весьма ограничено.** Самое обширное исследование (база данных FMV Opinions) сообщает подробные сведения о 475 трансакциях за 25-летний период. Известно, как часто оценщики сталкиваются с трудностями при поиске достаточно сопоставимых публичных компаний-аналогов для применения рыночного подхода к оценке предприятия. Поэтому непохоже, что оценщики смогут быстро найти достаточно сравнимые трансакции (как по моделям бизнеса, так и по времени) в различных исследованиях ограниченных акций, чтобы использовать рыночный подход на уровне отдельного акционера;
- **многие данные в существенном виде устарели.** Вряд ли их можно использовать в текущей оценочной деятельности. С 1970-х годов произошли кардинальные структурные изменения в экономике США, финансовых рынках, законах и национальных предписаниях, деловой практике;
- **наблюдаемые скидки весьма неодинаковы по размерам.** Оценщики часто применяют скидки на недостаточную ликвидность оцени-

Таблица 7.7. Обобщение результатов исследований ограниченных акций

Исследование	Количество наблюдений	Отчетные даты	Медианы (%)	Средние (%)	Стандартные отклонения (%)	Размах вариации (%)	
						Низк.	Выс.
SEC International Investor Study	398	1966—1969	24	26	Н/д	(15)	80
Gelman Study	89	1968—1970	33	33	Н/д	< 15	> 40
Moroney Study	146	1968—1972	34	35	18	(30)	90
Maher Study	34	1969—1973	33	35	18	3	76
Trout Study	60	1968—1972	Н/д	34	Н/д	Н/д	Н/д
Stryker/Pittock Study	28	1978—1982	45	Н/д	Н/д	7	91
Willamette Management Assoc.	33	1981—1984	31	Н/д	Н/д	Н/д	Н/д
Silber Study	69	1981—1988	Н/д	34	24	13	84
Hall/Polacek Study (FMV Opinions)	100+	1979—1992	Н/д	23	Н/д	Н/д	Н/д
Management Planning Study	49	1980—1990	29	28	14	0	58
Johnson (BVR) Study	72	1991—1995	Н/д	20	Н/д	10	60
Columbia Financial Advisors (pre-1997)	23	1996—1997	14	21	Н/д	1	68
Columbia Financial Advisors (post-1997)	15	1997—1998	9	13	Н/д	0	30
FMV Opinions Database	475	1980—2005	19	22	19	Н/д	Н/д
LiquiStat Database	41	2005—2006	32	31	16,5	8	62
Средние			**33,0**	**31,4**			

ваемой доли собственности, исходя из примерной ставки в 35% или около того. Хотя средняя тенденция в разных исследованиях действительно сосредоточена около 35%, диапазон наблюдаемых значений вокруг 35% чрезвычайно значителен. Нет никаких объективных оснований считать, что скидка на недостаточную ликвидность для конкретной оцениваемой доли собственности равна, выше или ниже этого показателя;

- **практически ни одна из трансакций не учитывает те компании, которые выплачивают дивиденды.** Хотя в этом пункте, если судить по *таблице 7.7*, нет еще достаточной ясности, наша проверка по всем трансакциям, лежащим в основе представленных данных, подтверждает это обстоятельство. Исследования ограниченных акций (и исследования до-IPO) не дают никаких оснований для дифференциации скидок на недостаточную ликвидность к неликвидным миноритарным долям собственности частных (непубличных) предприятий.

Исследования ограниченных акций действительно дают полезные сведения о том, какую доходность ожидают инвесторы, приобретающие такие акции. Мы обсудим этот аспект трансакций с ограниченными акциями в следующей главе. Однако эти исследования не дают разумных оснований для использования методов рыночного подхода при оценке неликвидных миноритарных долей собственности.

Глава 8

Подробнее о предпосылках QMDM

Введение

В предыдущих главах мы показали достоинства использования доходного подхода к оценке вообще и модели (метода) дисконтированного денежного потока — к оценке неликвидных миноритарных долей собственности. Мы представили QMDM как удобную модель дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера и сделали краткий обзор необходимых для нее предпосылок. В этой главе мы обсудим предпосылки QMDM более подробно. Задачи главы включают следующее:

- обсудить исходные пункты и условия обоснования каждой из предпосылок QMDM;
- проиллюстрировать относительную важность каждой предпосылки для расчета скидок на недостаточную ликвидность для неликвидных миноритарных долей собственности в бизнесе предприятия;
- рассмотреть то, как реагируют результаты, полученные с применением QMDM, на изменения предпосылок, вводимых оценщиками стоимости бизнеса;
- дать практические советы оценщикам, как лучше формулировать предпосылки QMDM применительно к специфическим ситуациям оценивания.

Часто задаваемые вопросы

- Зависит ли ожидаемый период владения акциями (expected holding period) от характеристик оцениваемой доли собственности или от текущего владельца этой доли собственности?
- Какие факторы следует учитывать при определении ожидаемого периода владения акциями?
- Как сравнивать распределение прибылей S-корпораций с дивидендами C-корпораций? (Первые не платят подоходный налог, а платят акционеры, на которых перекладываются все прибыли и убытки компании; вторые платят, помимо акционеров, подоходный налог по результатам бизнеса в целом (S и C — названия соответствующих подразделов Налогового кодекса США. — *Прим. перев.*))

- Как различаются ожидаемые темпы роста стоимости для публичных (открытых) и частных (закрытых) компаний?
- Какие конкретные факторы способствуют образованию премий за период владения акциями?
- Как определить разумность оцененной требуемой нормы доходности бизнеса за период владения акциями?
- Является ли модель QMDM чрезмерно чувствительной к изменениям предпосылок?

Предпосылка № 1: ожидаемый период владения акциями (для инвестора) (Expected Holding Period for the Investment) (HP)

Конструируя модель дисконтированного денежного потока для уровня стоимости предприятия, оценщик должен в первую очередь определить горизонт прогнозирования, то есть продолжительность дискретного прогнозного периода. Модели дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера от этого ничем не отличаются. В модели QMDM горизонтом прогнозирования считается ожидаемый период владения акциями. Ожидаемый период владения акциями — это время, за которое, как ожидает хорошо информированный покупатель или продавец, рассматриваемая доля собственности останется неликвидной. Заметьте, что это характеристика оцениваемой доли собственности, и она не обязательно совпадает с намерениями каждого конкретного покупатели или продавца, как и текущего владельца, относительно периода владения акциями.

Ликвидность и ожидаемый период владения акциями

Рынки публичных ценных бумаг устанавливают рамки для определения ликвидности оцениваемых долей собственности. Владельцам активно участвующих в торговле пакетов акций достаточно отдать через брокера приказ о продаже по рыночной цене, и уже через три дня на их брокерских счетах будут «живые» деньги[1].

Если частная компания не располагает активным рынком для своих акций, то инвесторы сталкиваются с существенной неопределенностью относительно того, когда и как их акции станут ликвидными. При такой неопределенности

[1] Конечно, из этого общего правила есть и исключения. Если рынок акций данной компании невелик или неликвиден, то может оказаться, что интересы продавцов и покупателей так быстро могут и не совпасть. Даже высоколиквидным компаниям иногда может оказаться трудно продать большие пакеты акций немедленно, без некоторой «пакетной» уступки (скидки). Большие заказы, «висящие» на рынке, способны оказывать понижающее давление на цены, даже когда речь идет об акциях компаний высокой капитализации. Тем не менее общее правило состоит в том, что публичный рынок ценных бумаг обеспечивает ликвидность за три дня, и это общий стандарт, с которым сравниваются менее ликвидные миноритарные инвестиции.

стоимость акций частной компании оказывается функцией текущей стоимости будущих денежных потоков, приписываемых этим ценным бумагам, — если и когда их ожидается реализовать. Поэтому оценщики должны обращать особое внимание на прогнозируемый период владения акциями, в течение которого рассматриваемая доля собственности, как ожидается, останется нереализуемой.

Существует несколько путей превращения оцениваемой доли собственности в ликвидную долю:

- **IPO, первоначальное публичное предложение акций.** Миноритарный акционер может принять участие в первичном предложении, или его акции могут стать ликвидными благодаря IPO. Но относительно немногие частные (закрытые) компании оказываются законными кандидатами на превращение в публичные (открытые) компании;
- **продажа компании.** В нормальных условиях, если компания продается, покупатели приобретают все выпущенные акции по одной и той же цене и при одних и тех же условиях;
- **регулярная или нерегулярная деятельность по выкупу собственных акций.** Программы выкупа акций стали популярны среди частных компаний в последние годы, по примеру многих публичных компаний. Многие частные компании «освежают» выпущенные акции, скупая их у существующих акционеров, чтобы впоследствии, когда компания «возмужает», продать их новым акционерам. Далее многие фирмы, для которых характерны низкие темпы роста (и соответственно, накопление излишнего собственного капитала), инициируют программу выкупа акций, чтобы повысить доходность для оставшихся акционеров;
- **продажа инвестору (или инвесторам).** Акции могут быть проданы сторонним инвесторам, желающим инвестировать средства в компанию. Поскольку при этом рынка нет, бывает возможным выделить покупателя миноритарных пакетов акций частной (закрытой) компании, желающего купить эти акции на относительно благоприятных условиях;
- **предложение компании или акционеру.** Акции могут предлагаться компании или другим акционерам, которые могут отнестись безразлично к тому или иному предложению (то есть фактически потребовать завышенную цену);
- **соглашения о купле-продаже акций.** Многие компании и их акционеры заключают соглашения о покупке-продаже акций[2]. Эти соглашения оговаривают обязательства сторон покупать или продавать акции при конкретных обстоятельствах, например при увольнении сотрудников (по своей инициативе или по инициативе компании), их смерти или выходе на пенсию. Соглашения о покупке-продаже часто содержат условие о специальной цене покупки-продажи, причем сто-

[2] Более подробно, с позиций бизнеса и оценки, соглашения о покупке-продаже акций рассматриваются в статье: *Mercer Z.C.* Buy Sell Agreements: Ticking Time Bombs or Reasonable Resolutions? — Memphis, TN: Peabody Publishing, L.P., 2007. Статья доступна по тел. 1-800-769-0967.

роны договариваются о ежегодном пересмотре этих цен. Другие соглашения требуют пересмотра оценки стоимости фирмы — либо периодически, либо при возникновении требующих этого обстоятельств. Некоторые соглашения купли-продажи основаны на страховании жизни. Другие — определяют условия обратной покупки акций.

Существуют и другие обстоятельства, при которых миноритарные пакеты акций инвесторов могут быть проданы, но редко когда — с выгодой для инвестора. Главное в том, что инвесторы могут понимать неопределенность того периода, по истечении которого рассматриваемая инвестиция станет ликвидной (и станет ли вообще?). Далее, они ожидают, что в результате этой неопределенности они могут держать инвестиции несколько лет или много лет.

Факторы, которые следует учитывать при определении ожидаемого периода владения акциями

Чем продолжительнее период владения акциями (HP), тем ниже приведенная (текущая — PV) стоимость будущих денежных потоков акционера и, в результате, тем больше скидка на недостаток ликвидности. Инвесторы обосновывают прогнозы будущего периода владения акциями, которые, опираются на факторы, носящие скорее качественный, чем количественный характер. Рассматривая факты и условия конкретного оценочного исследования, оценщик может определить вероятность того, будет ли период владения акциями относительно кратковременным, относительно длительным или чем-то между соответствующими крайними значениями. Хотя ожидаемый период владения акциями — величина субъективная, все же ее можно связывать со следующими обстоятельствами:

- **исторически сложившаяся политика формирования собственности (инсайдеры, аутсайдеры, семья, инвесторы и т.д.).** Если сложилась инсайдерская собственность, неважно, внутри одной семьи (или группы семей) или малочисленной группы собственников и/или менеджеров, — во всех этих случаях рынки их акций очень непохожи друг на друга. С другой стороны, если группа инвесторов включает венчурных инвесторов или частные инвестиционные и управляющие компании (PEG — Private Equity Groups), совершенно очевидно, что они будут стремиться окупить свои инвестиции (и может быть, инвестиции партнеров) в ограниченный срок (часто от трех до семи лет или близко к тому);
- **купля-продажа или иные соглашения по поводу акций.** Сделки купли-продажи могут определять стоимость с точки зрения гипотетического действующего по своей воле инвестора, или же они могут существенно демпфировать ожидаемую будущую стоимость, в зависи-

мости от характера сделки. Другие соглашения, в которых участвуют акционеры, тоже могут влиять на ликвидность акций, и здесь необходимо изучать степень их влияния. Неудачная купля-продажа, например, может убедить, что не существует иного способа реализовать акции, чем продажа компании целиком или объявление IPO. Соглашения, требующие от новых инвесторов принять условия, ограничивающие возможности продажи акций в будущем, — пример такого типа неудачных соглашений[3].

- **преемственность (наследование) в менеджменте, правах собственности (ownership) (по причинам возраста, здоровья, компетентности, возникающей потребности в ликвидности и т.п.).** Хотя мы никогда с достоверностью не знаем, когда возникают благоприятные возможности для реализации, некоторые условия могут повышать вероятность продажи, IPO, а также возникновения других благоприятных возможностей выхода из дела. Например:

  — перспективы продажи бизнеса могут возрасти в связи с проблемами со здоровьем у ключевых менеджеров. Заметьте, что хотя зависимость от ключевой персоны с точки зрения будущей реализации потенциально благоприятна, все же такая зависимость может снизить общую оценку стоимости бизнеса на уровне предприятия;
  — стареющие владельцы могут почувствовать необходимость реализации акций, особенно если не имеют детей или иных преемников, способных вести бизнес дальше;
  — собственники, испытывающие определенные безотлагательные денежные трудности (то есть личные финансовые проблемы), тоже могут указать на необходимость большей вероятности продажи бизнеса или других возможностей для большей реализуемости акций;

- **бизнес-планы и стратегии возможного выхода из дела собственника (-ов) контрольной доли.** Если существует конкретный план продажи бизнеса в предвидимый установленный срок, могут быть разумно определены объективные пределы ожидаемого срока владения акциями;
- **растущая привлекательность предложения акций или их приобретения.** Компания может оказаться на такой стадии своего жизненного цикла, когда растут возможности благоприятного хода событий. Привлекательные компании могут быть проданы, объявить IPO с большей вероятностью, чем другие компании, даже когда менеджеры и владельцы утверждали, что компания останется закрытой. Многие компании продаются совершенно неожиданно, и привлекательные

[3] См. в главе 9 дальнейшее обсуждение вопроса о влиянии последних изменений (2006 года) в USPAP (Единые стандарты профессиональной практики оценки) на требования к анализу и отчетности относительно соглашений купли-продажи (акций).

компании с намного большей вероятностью могут быть неожиданно выставлены на продажу[4];

- **история сделок с миноритарными долями собственности.** Если компания или некоторые из ее акционеров имеют опыт покупки акций у владельцев, нуждавшихся в ликвидности при относительно низкой оценке, то совершенно очевидна необходимость планирования в расчете на большую длительность периода владения акциями. Наоборот, более благоприятная история подобных сделок может обеспечить, если необходимо, такое удобство, как наличие приемлемого рынка.

Области исследования периода владения акциями (HP). Мы полагаем, что анализ некоторых фактов, относящихся к оцениваемой доле собственности, часто может дать полезные сведения оценщику, желающему определить примерную длительность возможных периодов владения акциями. Вопросы, позволяющие выявить эти важные факты, могут включаться в вопросники, используемые оценщиками. Оценщики (а также возможные покупатели и продавцы) могут рассматривать, например, следующие ключевые факты:

- возраст основных владельцев или топ-менеджеров и возможность найти компетентных преемников;
- возраст основных акционеров, если он отличается от возраста менеджеров. Динамика возрастов групп владельцев и групп менеджеров может вести к обоснованному представлению о необходимости продажи компании;
- финансовое положение основных собственников (или основного собственника) безотносительно к финансовому положению оцениваемой компании. Чем больше влияние акционеров на стоимость бизнеса, а не на его текущие доходы, тем выше вероятность более скорой, а не более поздней продажи или ликвидации этого бизнеса. Информация об этом не всегда доступна для посторонних, но всегда к ней будет внимательно присматриваться потенциальный покупатель (а также оценщик). Независимое финансовое положение партнеров в семейном ограниченном партнерстве может существенно сказываться на том давлении, которое испытывает генеральный партнер — наследник, когда умирает партнер — представитель старшего поколения;
- намерения основного собственника или менеджеров относительно будущей судьбы бизнеса. Если текущий собственник или менеджер объявили о своих планах продать бизнес или уйти на пенсию в течение 3—5 лет, вероятность продажи бизнеса на некоторое время возрастает. Напротив, если собственник или менеджер объявляют о том, что планируют «умереть на посту», вряд ли бизнес удастся продать в скором времени;
- взаимоотношения в семье или среди акционеров. Хотя напряженные отношения между существующими акционерами могут ослабить инте-

[4] См.: Is Your Business Ready for Sale? (буклет и серия телевизионного семинара, выпускаемые владельцами компании Mercer Capital). Свяжитесь с Mercer Capital по тел. 1-800-769-0969, чтобы справиться о наличии этих материалов.

рес перспективных инвесторов к компании, те же самые напряженности могут увеличить вероятность продажи или иных сделок и обеспечить миноритарным акционерам надежду на повышение ликвидности их акций;

- условия в отрасли, к которой принадлежит оцениваемая компания. Многие отрасли находятся в ранней или заключительной стадии консолидации. Сам факт, что компания принадлежит к быстро консолидирующейся отрасли, повышает вероятность ее продажи или иной перемены состояния. И это так, независимо от текущих намерений менеджмента или собственников. Рассматриваемая в процессе оценки, наряду с другими факторами, принадлежность к консолидирующейся отрасли может привести к обоснованному ожиданию относительно более короткого, нежели длительного периода владения акциями. Другая крайность: если отрасль «умерла» или «умирает», возможности повышения ликвидности акций чрезвычайно малы;
- история рекапитализаций (или продаж существенной части бизнеса) или высокая вероятность рекапитализации в обозримом будущем. Существенные рекапитализации дают миноритарным акционерам возможность противостоять трансакциям и добиваться справедливой оценки стоимости своих акций. В зависимости от штата, где зарегистрирована компания, юридическая интерпретация прав таких «раскольников» может способствовать выгодной оценке. Подобные обстоятельства могут привести к реализуемости рассматриваемых долей собственности на относительно выгодных условиях.

Определение области временны́х значений для ожидаемого периода владения акциями

Инвесторы и оценщики должны рассчитывать прогнозы будущих периодов владения акциями[5]. Хотя никогда нельзя с полной уверенностью определить конкретный период владения акциями, обычно оказывается возможным вынести обоснованное суждение о том, будет ли этот период относительно кратковременным (пять лет и менее), относительно долгим (более десяти лет), или он будет характеризоваться каким-то промежуточным значением. На практике, перед тем как вынести окончательное решение о размере скидки на недостаточную ликвидность акций, используемой в том или ином конкретном случае, мы стремимся находить разумный диапазон ожидаемых периодов владения акциями вместе с областью значений требуемой нормы доходности за периоды владения акциями.

Когда факты не дают оснований судить о краткосрочной реализуемости рассматриваемой доли собственности (например, в течение ближайших пяти лет), мы часто в качестве отправной точки принимаем диапазон от пяти до де-

[5] См. в главе 9 дальнейшее обсуждение вопроса о влиянии последних изменений (2006 года) в USPAP (Единые стандарты профессиональной практики оценки) на требования к анализу и отчетности относительно влияния периода владения акциями, промежуточных выгод, а также трудностей маркетинга рассматриваемой доли собственности и связанных с этим затрат.

сяти лет. Разумность этой оценки мы можем проверить на основе потенциальной прогнозной доходности, предусмотрев конкретную скидку на недостаточную ликвидность. Такое предположение не является универсальным; однако оно позволяет оценщику установить критерий для сравнения кратковременных и долговременных периодов владения акциями.

Нам неизвестны серьезные исследования продолжительности существования групп акционеров для частной компании. Эксперты по семейному бизнесу полагают, что только очень незначительный процент компаний успешно передают бразды правления следующему поколению. Отсюда следует, что в большинстве из них контроль над бизнесом сменяется примерно каждые 20 лет.

Опыт работы с частными компаниями в течение трех десятилетий убедил Мерсера, что, вероятно, «полупериод» сохранения контроля над бизнесом компании составляет примерно от восьми до десяти лет или около того. В этих временны́х пределах многие компании будут проданы, рекапитализированы или слиты с другими со сменой контроля. Разумеется, часть компаний осуществляют такие трансакции раньше, а часть позже указанных сроков.

Завершая анализ, оценщик должен выносить заключение об ожидаемом периоде владения акциями, учитывая факты и обстоятельства в каждом отдельном случае. Таблица, названная «Обобщенный анализ QMDM» в справочнике Companion QMDM представляет расчеты для разных ожидаемых периодов владения акциями, помогая оценщикам в определении условий разумности возможной доходности, связываемых с такими периодами владения акциями. Эти расчеты открывают перед оценщиком перспективу и облегчают понимание чувствительности получающейся скидки на недостаточную ликвидность исходя из использования разных предпосылок.

Не нужно думать, что оценщики бизнеса способны понять то, что другим понять вообще невозможно. Но оценщики могут вынести решение о вероятности относительно более краткого или относительно более долгого периода владения акциями. И эти общие допущения могут быть уточнены с учетом конкретных фактов применительно к данной ситуации. В заключительной части анализа оценщик должен в явной форме высказать свое мнение об ожидаемом периоде владения акциями. Задача оценщика состоит в том, чтобы обеспечить достаточное понимание фактов и обстоятельств, касающихся конкретной инвестиции, чтобы сделать разумное предположение о продолжительности периода владения акциями. При разработке модели дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера оценщики должны рассчитывать ожидаемый период владения акциями для оцениваемой доли собственности компании.

Предпосылка № 2а: ожидаемый дивидендный доход (D%) (Expected Dividend Vield)

Оценщики, использующие модель дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера, должны прогнозировать промежуточные де-

нежные потоки за весь период владения акциями. При прочих равных условиях, ожидаемые дивиденды уменьшают скидку на недостаточную ликвидность сравнительно с равной инвестицией без получения дивидендов. Иными словами, промежуточные денежные потоки открывают прямой доступ акционеру по крайней мере к части денежных потоков предприятия (в части поступающих ему дивидендов).

С-корпорации выплачивают дивиденды, S-корпорации и другие необлагаемые налогами компании производят распределение прибыли. Мы почти всегда используем эти слова как синонимы, поскольку все дивиденды и распределяемые прибыли корректируются для использования в модели QMDM в качестве базы для сравнения.

Определение ожидаемых дивидендных доходов

Ожидаемые промежуточные денежные потоки для отдельно взятой доли собственности (и соответствующий реализуемый доход миноритарных собственников) оценщики определяют исходя из нескольких соображений:

- **история выплаты дивидендов и распределения прибылей.** Если компания имеет достаточно долгую историю выплаты дивидендов (или для компаний с особым режимом налогообложения (S-корпорации, партнерства и др.) — экономических распределений сверх уровня, необходимого их владельцам для уплаты личных налогов на корпоративную прибыль), то оценщик может обоснованно предположить, что такая политика будет продолжена и в перспективе. Часто требуется, чтобы менеджмент заявил о своем намерении продолжать эту политику в будущем. Кроме того, факты, связанные с денежным потоком и счетами бухгалтерского баланса, могут свидетельствовать о том, что предприятие, видимо, вследствие отказа от распределения прибылей для акционеров накопило ненормально (abnormally) высокий уровень денежных средств (cash);
- **выплата дивидендов привилегированным группам акционеров.** Бывает, что некоторая группа собственников получает преимущества при распределении прибыли, что порождает очевидные ожидания текущих дивидендов (это сокращает денежный поток, предназначенный для распределения среди других групп акционеров);
- **прочие характеристики предприятия.** Случается иногда, что компания задерживает выплату дивидендов за прошлое время, поскольку соответствующие денежные потоки были израсходованы на оплату накопившихся долгов предприятия. Если долг был оплачен к дате оценки, или должен быть вот-вот оплачен, или даже если долг был снижен до относительно нормального уровня, во всех этих случаях можно обоснованно ожидать распределения прибылей среди акционеров. Иногда можно ожидать, что компания произведет одноразовое распределение прибылей либо в дополнение к нормальному распределению, либо при его отсутствии. Если на день оценки можно обосно-

ванно прогнозировать такое распределение, оценщик может отдельно оценить его влияние на стоимость для акционера[6]. Могут также производить распределение прибылей периодически, но нерегулярно. От оценщика может потребоваться определить условия таких распределений отдельно, если они существенны, или определить средний доход, основываясь на прошлых сведениях о нерегулярно получаемых доходах акционерами;

- **характеристики владельца контрольной доли собственности.** Жизненные обстоятельства контролирующих акционеров (или партнеров, или управляющих) или их семей могут подсказать, что есть высокая вероятность будущих распределений прибыли. Высокие требования к объему денежных потоков или претензии, связанные с их образом жизни, могут указать на вероятность регулярных будущих распределений. Точно так же, если предприятие контролируется холдинговой компанией, обязательства холдинга по обслуживанию долгов могут стимулировать выплату дивидендов миноритарным акционерам дочерней компании;
- **налоговые характеристики предприятия.** Когда речь идет о компаниях с особым (льготным) режимом налогообложения, оценщик может преобразовать ожидаемое распределение денег в доход, эквивалентный получаемому С-корпорацией доходу. В некоторых случаях доход, эквивалентный получаемому С-корпорацией, может быть отрицательным, например, когда обязательства по выплате подоходного налога превосходят сумму распределенных денежных средств.

Корректировки, учитывающие налоговые характеристики предприятия

Предприятия, организованные как С-корпорации, выплачивают федеральные или региональные (штатов) подоходные налоги на свою прибыль до того, как доходы будут получены акционерами. Когда С-корпорация выплачивает дивиденды своим акционерам, дивидендный доход каждого из них облагается по личной ставке подоходного налога. Так что дивидендный доход, получаемый акционерами С-корпораций, может быть описан как посленалоговый для корпорации и доналоговый — для отдельного акционера.

С-корпорации. Для С-корпораций расчет ожидаемого дивидендного дохода не представляет сложности. Чтобы получить его, следует разделить ожидаемый дивиденд на текущую оценку на уровне реализуемой миноритарной доли (и умножить на 100). QMDM Companion дает таблицу для расчета дивидендной доходности для С-корпорации(в таблице под заголовком Exhibit — Assumption #2 — D%). В примере, рассмотренном в *таблице 8.1*, С-корпорация имеет ожидаемый дивиденд $0,45 в расчете на акцию (в год) и стоимость реализуемой миноритарной доли $10,00 в расчете на акцию. Отсюда дивидендная доходность С-корпорации будет равна 4,5%.

[6] Оценщик должен, конечно, принимать во внимание воздействие эффекта такого распределения на повышение стоимости в течение периода владения акциями (HP).

S-корпорации и другие компании с особым режимом налогообложения. Тогда как многие частные (закрытые) компании организованы как S-корпорации, публичные компании так не действуют. В результате рыночную ситуацию относительно торгуемых на рынке открытых компаний приходится изучать на основе С-компаний. Поэтому мы рекомендуем выражать распределяемые прибыли S-корпораций и других компаний с особым режимом налогообложения через эквивалентные показатели С-корпораций. Тогда доходы акционеров до вычета личных налогов как в С-, так и в S-корпорациях будут сопоставимы. Поскольку QMDM — это альтернативная модель доходов, которая сравнивает доходный потенциал рассматриваемой доли собственности с ожидаемыми доходами от бесконечного множества альтернативных публично торгуемых и частных инвестиций, подходящей точкой отсчета при сравнении доходов является эквивалентный дивиденд С-корпорации[7].

Таблица 8.1. Расчет ожидаемой дивидендной доходности (Expected Dividend Yield) для С-корпорации (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность (QMDM — Quantitative Marketability Discount Model))

Дивидендная доходность С-корпорации	Входные данные/ расчеты	Примечание
Ожидаемые дивиденды	$0,45	Оценка оценщика
Стоимость реализуемой миноритарной доли собственности	÷ $10,00	Согласно оценке
Предполагаемый текущий дивидендный доход	= 4,5%	Округленно

Прибыли S-корпораций (и других компаний с особым режимом налогообложения) принято рассматривать применительно к собственникам пропорционально их доле в корпорации (или иной хозяйственной единице). Прибыли «переходят» от S-корпорации к ее акционерам, которые затем платят налоги на этот доход по своим личным ставкам подоходного налогообложения (в зависимости от своего совокупного дохода при прогрессивной, а не плоской, как в России, шкале налогообложения. — *Прим. перев.*). Для целей наших обсуждений ссылки на S-корпорации так же приложимы к другим компаниям с особым режимом налогообложения, включая партнерства, ограниченные партнерства и компании с ограниченной ответственностью.

[7] Некоторые читатели могут возразить, что если внутренние распределения денежных средств в компаниях влияют на величину налогов, то отсюда с необходимостью вытекает, что анализ с помощью модели QMDM должен также включать рассмотрение места налогов в терминальной стоимости (или «выходной» стоимости — exit value) компании. Мы против такого предложения. Внутренние распределения денежных средств преобразуются в эквивалентную базу налогообложения С-корпораций, поскольку существует множество исторических и текущих данных о доходности акций, относящихся к доходности инвестиций (до выплаты личных налогов) в С-корпорации, и дивиденды инвесторов обычно полностью облагаются налогами. В зависимости от различных факторов, выручка от продажи акций С-корпорации или выручка от ликвидации С-корпорации может не полностью облагаться налогом или подвергнуться чрезвычайно высокому налогообложению. Тем не менее общая статистика доходов основывается на публикуемых ценах акций, а не на чистой выручке индивидуальных инвесторов. В большинстве случаев любая попытка прогнозировать особые налоговые выгоды или обязательства, относящиеся к выходной стоимости (exit value), могут вызвать различные спекуляции относительно возможных покупателей и продавцов. В случаях, где особые налоговые условия идентифицированы, готовы к расчетам и к обсуждениям, может оказаться необходимым включить соответствующие факты в анализ с помощью QMDM.

Прибыль, распределенную S-корпорацией между акционерами, часто характеризуют как прибыль после выплаты налогов на корпорацию (или налогов невыплаченных) и до выплаты личных личного подоходного налога. Эта характеристика игнорирует экономическую реальность: в действительности S-корпорации всегда распределяют среди акционеров достаточную часть прибыли, чтобы они могли выполнить налоговые обязательства корпорации, которые переходят к ним лично. В ином случае «невезучие» акционеры быстро примут меры, чтобы расстаться с такой корпорацией.

Учитывая «переток» корпоративных налогов к акционерам S-корпораций, акционеры не имеют никаких экономических выгод до того момента, когда ими будут получены прибыли, достаточные для уплаты подоходного налога. После этого, однако, распределенные прибыли свободны от налогообложения. В результате распределенные прибыли в S-корпорациях несопоставимы с дивидендами С-корпораций, которые для акционеров обременены вторичными подоходными налогами (после уплаты налогов на доходы корпорации. — *Прим. научн. ред.*).

Формула (8.1) для распределения налогов, эквивалентного С-корпорациям:

$$\text{Эквивалентное С-корпорации распределение для S-корпорации} = \frac{\text{Пропорциональное (полное) распределение} - (\text{Личный подоходный налог} \times \text{Пропорциональный переходный доход})}{1 - \text{Ставка личного подоходного налога на дивиденды}}$$

$$= \frac{\text{Чистая (после уплаты личных налогов) распределенная прибыль S-корпорации}}{1 - \text{Ставка личного подоходного налога на дивиденды}}$$

Формула (8.2) для эквивалентной С-корпорации доходности распределения:

$$\text{Эквивалентная С-корпорации доходность распределения для S-корпорации} = \frac{\text{Эквивалентное С-корпорации распределение в S-корпорации}}{\text{Показатель стоимости ликвидной доли собственности в S-корпорации}}$$

Как было показано в *формуле 8.1*, распределяемая прибыль в S-корпорации может быть представлена как эквивалентная дивидендам для С-корпораций, если преобразовать (grossing up)[8] послекорпоративные распределения с помощью распределения личных налогов путем арифметического обращения ставки личного налогообложения дивидендов из С-корпораций.

Применение *формулы 8.2* к распределенной прибыли S-корпорации представляет распределение, эквивалентное С-корпорации. *Формула 8.2* показывает вычисление эквивалентного дивидендного дохода С-корпорации. В справочнике QMDM Companion дан пример такого расчета в таблице, озаглавленной Exhibit —Assumption #2a — D%:

[8] Grossing up — «расчет общей суммы дохода до уплаты налогов в случае его получения за вычетом налогов» (*Федоров Б.Г.* Новый англо-русский банковский и экономический словарь. — М.: Лимбус Пресс, 2004. — С. 334) (*Прим. научн. ред.*).

- как показано в *таблице 8.2*, пример начинается с полной доналоговой прибыли S-корпорации в объеме 1 доллар в расчете на акцию (строка 1);
- переходящие налоги в 0,376 на акцию оцениваются по смешанной маргинальной ставке федерального и регионального (штата) подоходных налогов (строки 2—5);
- затем в строке 6 вычисляется общая сумма выплаты по распределению (80%), чтобы определить ожидаемое будущее распределение в расчете на акцию (строка 7);
- полученные переходные налоги вычитаются из общего распределения, что дает дивиденд для S-корпорации после выплаты переходного налога в размере 0,424 доллара на акцию (строки 8—9);
- распределенная прибыль после вычета переходного налога затем доводится до валового объема (grossed up) делением на (1 –ставка личного налога на дивиденды), и получается дивиденд, эквивалентный по отношению к С-корпорации объемом 0,499 доллара на акцию (строки 10—12);
- наконец, эквивалентная С-корпорации доходность делится на оценку реализуемой миноритарной доли собственности в расчете на одну акцию, и получаем эквивалентную С-корпорации доходность в 5% (строки 13—15).

Таблица 8.2. Расчет дивидендной доходности, эквивалентной С-корпорации (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность акций (QMDM))

	Эквивалентная С-корпорации дивидендная доходность для компании с особым режимом налогообложения		Входные данные/ расчеты	
1	Ожидаемая доналоговая прибыль для компании с особым режимом налогообложения		$1.00	В расчете на одну акцию, по оценке оценщика
2	Ставка федерального подоходного налога для физических лиц	35.0%		
3	Ставка регионального (штата) подоходного налога для физических лиц	4.0%		Смешанная ставка налога (федеральная и региональная)
4	Смешанная маргинальная ставка налогообложения		37.6%	Фед. ставка × (1 – Рег. ставка) + Рег. ставка [0,35 × (1,00 – 0,04) + 0,04 = 0,376]
5	Переходящие налоги (Pass-Through Taxes)		$0.376	Строка 1 × строку 4
6	Ожидаемый общий процент выплат по дивидендам	80.0%		Оценка по годовым выплатам прибыли акционерам
7	Ожидаемая общая распределенная прибыль		$0.800	Строка 1 × строку 6
8	– Переходные налоги на доналоговую прибыль		($0.376)	Из строки 3 (выше)
9	= Дивиденд после уплаты налогов		$0.424	
10	Доля дивидендов после уплаты налогов		$0.424	Из строки 9
11	+ Смешанная ставка налога на дивиденды С-корпорации	15.0%	85.0%	Маргинальная ставка федерального/регионального налога на корпорацию (1 – Смешанная ставка налога на дивиденды)
12	= Дивиденд, эквивалентный С-корпорации		$0.499	Посленалоговый дивиденд + Смешанная ставка налога на дивиденды
13	Доля дивидендов, эквивалентная С-корпорации		$0.499	Из строки 12
14	÷ Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности	÷	$10.00	В расчете на акцию, по оценке оценщика (таблица x)
15	**Полученная текущая дивидендная доходность применительно к С-корпорации**	=	5.00%	Эквивалентная база С-корпорации (округленно)

Заметьте, что дивиденд, эквивалентный С-корпорации, для компании с особым режимом налогообложения имеет положительную корреляцию с личной налоговой ставкой на дивидендный доход. Личный налог на дивиденды, а не корпоративный налог на дивиденды в конечном счете избегается S-корпорацией. Иными словами, относительная выгода от статуса S-корпорации наиболее велика, когда налоговая ставка на дивидендный доход С-корпорации наи-

более высокая. В результате проведенное в 2003 году сокращение личной ставки налога на дивидендный доход С-корпораций в действительности снижает относительную экономическую выгодность статуса S-корпорации.

Доходность распределения прибылей S-корпорации может быть отрицательной. *Таблица 8.3* иллюстрирует расчет эквивалентной к С-корпорации дивидендной доходности S-корпорации, которая не распределяет прибыли между акционерами, несмотря на возможность передачи акционерам части облагаемой налогом корпоративной прибыли. В результате акционер S-корпорации вынужден сам находить источники финансирования своих налоговых выплат, что приводит к отрицательной величине дивидендной доходности, эквивалентной такой же доходности С-корпорации[9]. Такая ожидаемая ситуация будет иметь противоположное влияние на стоимость миноритарных долей собственности в не распределяющих прибыль S-корпорациях.

Таблица 8.3. Расчет дивидендной доходности, эквивалентной С-корпорации (при отсутствии распределения прибыли для уплаты налогов) (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность (QMDM))

	Эквивалентная С-корпорации дивидендная доходность для компании с особым режимом налогообложения		Входные данные/ расчеты	
1	Ожидаемая доналоговая прибыль для компании с особым режимом налогообложения		$1.00	В расчете на одну акцию, по оценке оценщика
2	Ставка федерального подоходного налога для физических лиц	35.0%		
3	Ставка регионального (штата) подоходного налога для физических лиц	4.0%		Смешанная ставка налога (федеральная и региональная)
4	Смешанная маргинальная ставка налогообложения		37.6%	Фед. ставка × (1 – Рег. ставка) + Рег. ставка [0,35 × (1,00 – 0,04) + 0,04 = 0,376]
5	Переходящие налоги (Pass-Through Taxes)		$0.376	Строка 1 × строку 4
6	Ожидаемый общий процент выплат по дивидендам	0.0%		Оценка по годовым выплатам прибыли акционерам
7	Ожидаемая общая распределенная прибыль		$0.000	Строка 1 × строку 6
8	– Переходные налоги на доналоговую прибыль		($0.376)	Из строки 3 (выше)
9	= Дивиденд после уплаты налогов		$0.376	
10	Доля дивидендов после уплаты налогов		$0.376	Из строки 9
11	÷ Смешанная ставка налога на дивиденды С-корпорации	15.0%	85.0%	Маргинальная ставка федерального/регионального налога на корпорацию (1 – Смешанная ставка налога на дивиденды)
12	= Дивиденд, эквивалентный С-корпорации		$0.442	Посленалоговый дивиденд ÷ Смешанная ставка налога на дивиденды
13	Доля дивидендов, эквивалентная С-корпорации		$0.442	Из строки 12
14	÷ Стоимость ликвидной миноритарной доли собственности ÷		$10.00	В расчете на акцию, по оценке оценщика (таблица x)
15	**Полученная текущая дивидендная доходность применительно к С-корпорации**	=	**–4.40%**	Эквивалентная база С-корпорации (округленно)

Модель QMDM позволяет оценщикам рассматривать как положительное влияние прибылей S-корпораций (и других корпораций с льготным режимом налогообложения), так и отрицательное влияние в тех необычных случаях, когда корпорация не распределяет или неадекватно распределяет прибыли для выплаты личных/корпоративных налогов. Если доходность, эквивалентная С-корпорации, отрицательна, то приведенная стоимость ожидаемых денежных потоков вычитается из приведенной терминальной стоимости по окончании периода владения акциями (или набора периодов владения акциями).

[9] Поскольку сама дивидендная доходность С-корпорации не может быть отрицательной, аналитик может не возвращать получившуюся доходность к исходному (валовому или брутто) объему (gross down).

Заключительные замечания о доходах, эквивалентных по налогообложению. Оценщики должны основательно задумываться, рассчитывая доходности S-корпораций и других компаний с особым (льготным) режимом налогообложения, и учитывать действующее налоговое законодательство относительно S-корпораций точно так же, как это делал бы гипотетический инвестор.

Гипотетический инвестор, вкладывающий средства в компанию с особым (льготным) режимом налогообложения, с неопределенной политикой распределения прибылей, должен тщательно взвесить возможные результаты инвестирования в неликвидные миноритарные доли собственности, которые могут обременить его потенциальной ежегодной обязанностью платить налоги на корпорацию без соответствующего распределения прибылей, предназначенного для уплаты этих налогов. Это сказывается на оценке корпорации и должно тщательно рассматриваться в контексте оценки миноритарных долей собственности в компаниях с особым (льготным) режимом налогообложения. Риск отрицательных налоговых последствий от инвестиций в компании с особым (льготным) режимом налогообложения практически всегда больше нуля, особенно в тех случаях, когда не совпадают графики распределения прибылей, и это неудобно инвестору-налогоплательщику (а может быть, обходится ему слишком дорого).

Главное в этом обсуждении вопроса об эквивалентной С-корпорациям доходности компаний с особым (льготным) режимом налогообложения состоит, однако, в том, что при применении модели QMDM распределение прибылей с переходящими налогами в каждом случае должно преобразовываться в эквивалентный С-корпорациям базис исходя из предпосылки QMDM относительно дивидендной доходности. Поступая так, оценщики могут выдавать приемлемые соображения о налоговых выгодах для акционеров в связи с выбором статуса S-корпораций и вообще статуса корпораций с особым (льготным) режимом налогообложения на всю продолжительность ожидаемого периода владения акциями.

Предпосылка № 2б: ожидаемый темп роста дивидендов (G_D)

Применительно ко многим хозяйственным единицам, которые регулярно выплачивают дивиденды и распределяют прибыли, есть основание предполагать, что вместе с ростом предприятия будут расти и дивиденды. Исходя из этого, модель QMDM требует от оценщиков бизнеса выносить обоснованные суждения об ожидаемых темпах роста дивидендов. Ожидаемый темп роста дивидендов фактически определяет на весь период владения акциями промежуточные денежные потоки на уровне акционеров, получаемые с помощью модели дисконтированного денежного потока. Хотя это предположение не часто оказывает решающее влияние на расчет QMDM, есть необходимость полностью специфицировать эту модель.

Что касается роста дивидендов, то оценщики делают одно из четырех возможных предположений в зависимости от фактов и обстоятельств, касающихся рассматриваемой доли собственности:

- **дивиденды и ожидаемая стоимость бизнеса будут расти одинаковым темпом (постоянная дивидендная доходность).** В случаях, когда ожидается, что прибыли и стоимость будут расти примерно одинаковым темпом, можно предположить, что дивиденды будут расти тем же темпом, что и стоимость бизнеса;
- **дивиденды и ожидаемая прибыль от основной деятельности будут расти одинаковым темпом (постоянная норма выплаты дивидендов)** (доля чистой прибыли, распределяемая среди акционеров. — *Прим. перев.*). В таких случаях удобно предположить, что рост дивидендов будет отражать ожидаемый рост прибылей предприятия — объекта оценки. Многие предприятия привязывают рост дивидендов к росту прибылей;
- **дивиденды расти не будут (постоянный долларовый дивиденд).** Лишь немногие компании имеют опыт выплаты того же количества долларов или одинакового дивиденда в расчете на акцию из года в год. Если предполагается, что такая политика не будет меняться в течение ожидаемого периода владения акциями, можно принять предпосылку нулевого роста дивидендов. Напротив, если компания выплачивала в разные годы разные дивиденды и оценщик использовал некую среднюю их величину как наилучшую доступную оценку будущих дивидендов, можно принять предпосылку их нулевого роста;
- **дивиденды будут расти каким-то иным темпом.** Другие особые обстоятельства могут диктовать соответствующие предположения о росте дивидендов. Например, если компании предстоит крупная выплата долга и ее денежные потоки должны использоваться для выплаты растущих дивидендов, то может оказаться приемлемой смешанная оценка будущего роста дивидендов. С другой стороны, финансовые обстоятельства могут потребовать более медленного роста дивидендов, чем рост прибылей или стоимости компании.

Как указывалось, предположения относительно ожидаемого роста дивидендов не часто оказывают существенное влияние на оценки скидок на недостаточную ликвидность с помощью модели QMDM. Тем не менее аналитику следует делать соответствующую оценку, чтобы построить надежную модель дисконтированного денежного потока применительно к уровню отдельного акционера.

Предпосылка № 2в: временной распорядок выплаты дивидендов

Как и в любой модели дисконтированного денежного потока, оценщик должен также принять решение относительно временного распорядка выплаты (получения) промежуточных денежных потоков в модели QMDM. Оценщики, знакомые с моделью дисконтированного денежного потока для уровня предприятия, понимают важность этой предпосылки.

Можно предположить, что дивиденды выплачиваются в конце каждого года, в середине каждого года (представляя и последовательную или квартальную выплату дивидендов). Принимая во внимание важность дивидендов или распределения прибыли для оценки стоимости компаний, характеризующихся высоким уровнем распределения прибылей, оценщики должны хорошо понимать эту предпосылку и основания для выбора между выплатами в конце или начале года.

Справочник QMDM Companion позволяет оценщикам выявлять эту предпосылку. Оценщик может принять предпосылку «Е», и справочник сделает расчеты, основанные на выплате промежуточных денежных потоков в конце года. Аналогично, если оценщик выберет «М», то модель рассчитает приведенную стоимость промежуточных денежных потоков на основе предпосылки о выплатах дивидендов в середине года.

Предпосылка № 3а: ожидаемый темп прироста стоимости компании (G_v)

Третья предпосылка модели QMDM касается ожидаемого темпа прироста стоимости, или G_v. Ожидаемый прирост стоимости определяет терминальную стоимость (TV) в модели дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера. Прежде чем применить модель QMDM, оценщик должен рассчитать показатель стоимости на уровне ликвидной миноритарной доли собственности (V_{mm}), совместимый с ожидаемыми объемами прибыли, денежными потоками и рисками предприятия. Вспомним из главы 7 (предпосылка 3а — к расчетам на уровне акционера):

$$TV = V_{mm}\ (1 + G_v)^{HP}$$

QMDM предполагает, что ликвидность возникает на уровне ликвидной миноритарной доли собственности, хотя модель разрешает оценщику при необходимости отказаться от этого предположения.

Факторы, влияющие на ожидаемый темп роста стоимости

При оценке ожидаемого роста стоимости оценщик может опираться на несколько точек отсчета. В большинстве оценочных исследований, использующих доходный подход, оценщики разрабатывают специфические показатели роста прибыли или денежного потока. Если применяется метод дисконтирования будущих выгод, принимаются особые предположения о росте для конечного прогнозного периода. Если используется модель Гордона для оценки терминальной стоимости, то принимается предположение относительно ожидаемого долговременного роста за пределами ограниченного прогнозного периода. Доход инвестора в публичной компании состоит из двух компонентов: текущей прибыли (или дивидендного дохода) и оценки капитала (или роста его стоимости). Для публичных компаний ожидаемый рост стои-

мости — это требуемая окупаемость инвестиции за вычетом ожидаемой дивидендной доходности. Для частных компаний это соотношение может быть нарушено различными потенциальными агентскими затратами. Мы делим эти агентские затраты на две категории, каждая из которых увеличивает скидку на недостаток ликвидности, применяемую к оцениваемой миноритарной доле собственности:

- **непропорциональное распределение денежных потоков предприятия.** Владельцы или менеджеры частных компаний иногда обращают в свою пользу непропорциональные части нормализованного денежного потока своего предприятия с помощью более высокой, чем принятая на рынке, оплаты (вознаграждения), а также других льгот или определенных передач денежных средств родственникам. Такое непропорциональное распределение нормализованных денежных потоков предприятия сокращает промежуточные денежные потоки акционеров, тем самым увеличивая необходимую скидку на недостаточную ликвидность;
- **неоптимальное реинвестирование денежных потоков предприятия.** Методы оценки стоимости предприятий предполагают, что денежные потоки либо пропорционально распределяются между акционерами, либо реинвестируются по ставке дисконтирования, принятой для предприятия. Независимо от источника, неоптимальное реинвестирование уменьшает прогнозную терминальную стоимость, вытекающую из модели дисконтированного денежного потока для уровня акционеров. Тем самым увеличивается скидка на недостаточную ликвидность. Менеджеры некоторых частных компаний демонстрируют постоянную неспособность или нежелание реинвестировать нераспределенные прибыли по требуемой норме окупаемости. Это может быть результатом чрезмерной боязни риска (накопление малоэффективных излишних активов) или «строительства империи» (хроническая переплата за приобретения или новые проекты).

Заметьте, что бремя ожидаемых неоптимальных реинвестиций порождается всеми акционерами, обладающими как контрольной, так и миноритарной долями собственности. С точки зрения обладателя контроля, стоимость предприятия базируется на нормализованных денежных потоках и эффективном реинвестировании нераспределенных прибылей, поскольку бизнес может быть продан по этой стоимости. Однако стоимость по бизнес-плану сокращается в результате предвидимого неоптимального реинвестирования. Разница между обладателем контроля (контрольного пакета акций) и миноритарным акционером частной компании состоит в том, что первый имеет возможность устранить потенциальную потерю в стоимости с помощью изменения реинвестиционной политики или распределения прибылей. Второй ничего этого сделать не может, и оценщик должен учитывать соответствующие факты при определении скидки на недостаточную ликвидность, применимую к миноритарным долям собственности.

Расчет G_V

Главным шагом при применении модели дисконтированного денежного потока для уровня акционера является определение подходящей терминальной стоимости. В модели QMDM ожидаемый темп роста стоимости определяет прогнозную терминальную стоимость. Оценщики сталкиваются с множеством потенциальных ситуаций, в которых оказываются применимыми разные предположения относительно ожидаемого роста. Мы обсудим здесь некоторые из таких ситуаций вместе с предложениями относительно оценки G_v.

На G_v влияет политика выплаты дивидендов и распределения прибыли. Некоторые компании закрытого типа выплачивают все или значительную часть прибылей своим акционерам. При оценке стоимости предприятия рост прибыли от основной деятельности — тот, который может быть достигнут, если компания вообще не удерживает прибыль от распределения. Если прогнозируется очень высокий уровень распределения прибылей, то, может быть, разумно предположить, что рост ожидаемых прибылей и стоимости компании примерно совпадает. Для других компаний, которые регулярно распределяют часть прибылей предприятия, прогнозируемый рост стоимости может превышать темпы роста прибыли от основной деятельности G_e в результате реинвестирования нераспределенной прибыли.

Мы обнаружили, что разумно прогнозировать темп роста стоимости где-то в промежутке между ожидаемым темпом роста прибыли от основной деятельности и внутренней нормой роста, которая измеряется как прибыльность собственного (акционерного) капитала (ROE), помноженная на норму удержания прибыли.

Например, предположим, ROE равна 15%, ожидаемый темп прироста прибыли — 7% и ожидаемая норма выплачиваемого дивиденда — 33,33%. Тогда внутренняя норма роста рассчитывается следующим образом:

Внутренняя норма роста (IGR —Internal Grawth Rate)	=	Доходность собственного капитала (ROE) × × (1 – % выплаты дивидендов (DPO%))
IGR	=	15% × (1 – 33,33%)
IGR	=	10%

Исходя из указанных предпосылок, оценщик, скорее всего, оценит ожидаемый темп прироста стоимости бизнеса в пределах от 7% (ожидаемый темп прироста прибылей) до 10%, внутренней нормы роста. При оценке компаний закрытого типа, оценщику могут потребоваться дополнительные предположения относительно способности гипотетического покупателя получить доступ к тем активам, которые могут быть накоплены в конце ожидаемого периода владения акциями. Сомнения в получении будущего доступа могут побудить оценщика умерить прогноз ожидаемых темпов роста стоимости компании.

Анализ дисконтированного денежного потока на уровне предприятий свидетельствует о темпе роста стоимости G_v. Ожидаемый темп роста стоимости бизнеса оценщик может получить либо методом дисконтирован-

ного денежного потока (DCF), либо методом дисконтированной будущей прибыли (DFE). Оценщики, использующие эти методы для уровня предприятия, должны согласовать свои предположения, касающиеся ожидаемого роста стоимости в рамках применения QMDM, с ожидаемыми темпами роста стоимости, заложенными в расчетах по модели DCF.

Исходные оценки стоимости активов свидетельствуют о темпе роста стоимости G_v. Ожидаемые темпы роста стоимости могут быть получены с помощью исходных оценок недвижимости для компаний, обладающих недвижимостью. Многократно в дискуссиях с оценщиками недвижимости или в обзорах оценок недвижимости приходилось убеждаться, что это весьма плодотворный способ обоснования разумных прогнозов темпов стоимости компаний, владеющих недвижимостью.

Изменение левериджа (финансового рычага) может влиять на G_v. Стоимость левериджированной компании может расти быстрее, чем прибыль, если долг выплачен. Это существо моделей, которыми пользуются финансовые покупатели действующих компаний[10]. Например, для компании, основное содержание деятельности которой составляют операции с активами, оценщик недвижимости определил, что определенный объект должен расти темпом от 5 до 6% в год. Однако если этот объект в ограниченном партнерстве поддержан финансовым рычагом и собственность амортизируется исходя из 15-летнего графика списания, то стоимость пропорциональной доли собственности в партнерстве будет расти быстрее, чем стоимость лежащих в ее основе активов. Показатели ожидаемого роста стоимости в разные потенциальные периоды владения акциями могут быть определены с помощью специальных расчетов.

На G_v может влиять состав портфеля ценных бумаг. Состав портфеля компаний, оперирующих активами, может дать представление об ожидаемом будущем росте стоимости компании. Возьмем, например, холдинг, партнерство высокой капитализации в 100 млн долларов, с публично торгуемыми акциями. Диверсифицированный портфель таких акций может иметь ожидаемую общую доходность примерно 10%, с ожидаемым ростом стоимости, зависящим от политики выплаты дивидендов, проводимой партнерством. С другой стороны, портфель ценных бумаг с постоянным доходом может иметь нулевой темп роста стоимости, если все прибыли выплачиваются, или более низкий прогнозный темп роста, чем в случае, если все прибыли удерживаются от распределения. Ожидаемый темп роста стоимости для компании, имеющей смешанный состав активов разных классов, будут иметь взвешенные по стоимости ожидания для разных классов[11].

---

[10] Заметьте, что такое использование финансового рычага может влиять на требуемую доходность, которую также приходится рассматривать в подобных ситуациях.

[11] Попутно отметим, что это наблюдение свидетельствует о том, что предполагаемая философия управления партнерством (компанией) может оказывать влияние на ожидаемые темпа роста стоимости. Оценщики должны задавать соответствующие вопросы главным партнерам (или ключевым менеджерам) для выработки обоснованных прогнозов о намерениях менеджмента.

Чувствительность и G_V

Как и в случае любой модели дисконтированного денежного потока, представляемая моделью QMDM стоимость чувствительна к прогнозной терминальной стоимости (поскольку она определяется на основе ожидаемого роста стоимости). Чтобы проиллюстрировать эту чувствительность, в *таблице 8.4* сравнивается полученная скидка на недостаточную ликвидность по отношению к разным уровням ожидаемого роста стоимости и ожидаемым периодам владения акциями при постоянной требуемой доходности в 20% для компаний, не выплачивающих дивиденды.

Таблица 8.4. Чувствительность скидок на недостаточную ликвидность к ожидаемым темпам роста стоимости компании (к изменениям G_V и HP — периода владения акциями — holding period)

%	Ожидаемые периоды владения акциями (HP) (годы)				
	3	5	7	10	15
	Расчетные скидки на недостаточную ликвидность (дивидендов нет) (%)				
4	35	51	63	76	88
8	27	41	52	65	79
10	23	35	46	58	73
12	19	29	38	50	64
15	12	19	26	35	47
	Требуемая доходность в течение периода владения акциями (R_{hp}) = 20%				

Таблица 8.4 показывает скидки на недостаточную ликвидность, рассчитанные при указанных предпосылках. Хотя изменения скидок от одной предпосылки к другой могут показаться слишком большими, следует указать, что изменения темпов роста стоимости от 4 до 8% или от 12 до 15% и т.д. нетривиальны. Точно так же изменения ожидаемых периодов владения акциями, представленные в таблице, не являются тривиальными. Таким образом, хотя модель и «чувствительна» к отмеченным изменениям, должно быть ясно, что только существенные изменения прогнозных темпов роста стоимости ведут к существенным изменениям стоимости. Далее, существенные изменения ожидаемых периодов владения акциями (как и иных ключевых предпосылок) соответственно ведут к существенным изменениям стоимости бизнеса (и вытекающих из этого скидок на недостаточную ликвидность).

Оценщики и многочисленные пользователи их отчетов об оценке хорошо осведомлены о чувствительности показателей стоимости, рассчитанных по методу дисконтированного денежного потока для уровня стоимости предприятия, к ключевым предпосылкам, таким как прогнозируемые прибыли (и промежуточный рост прибылей), ставка дисконтирования, структура капитала и ожидаемый рост прибыли (или выбор множителей) для оценки терминальной стоимости. Чувствительность к предпосылкам при оценивании — это просто очевидный жизненный факт. Что важно, так это принимать разумные предпосылки с учетом соответствующих фактов и обстоятельств. Поскольку модель QMDM — это модель дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера, нет ничего удивительного в ее чувствительности к суще-

ственным изменениям предпосылок. В заключительном анализе оценщик должен делать те же самые выводы, которые делают гипотетические возможные покупатели (и реальные покупатели) относительно ожидаемых темпов роста стоимости компании, основываясь на фактах и обстоятельствах, сопровождающих возможную (или реальную) инвестицию.

Предпосылка № 3б: корректировки терминальной стоимости

Ожидаемый рост стоимости устанавливает терминальную стоимость на уровне стоимости ликвидной доли собственности. Соответствующая предпосылка определяет премии или скидки к показателю терминальной стоимости, основанному на ликвидной миноритарной доле собственности. Иногда факты конкретного оценочного исследования показывают, что ликвидность может быть достигнута в конце ожидаемого периода владения акциями применительно к различным уровням стоимости. Например, когда предприятие продается стратегическому покупателю. С другой стороны, скидка, относимая к миноритарной доле собственности, может возникнуть в случае, если предполагается продажа партнерства до конца соответствующего периода владения акциями. В подобных случаях оценщик может указать, что ожидается некая премия. Наконец, факты могут свидетельствовать о том, что ожидается скидка на стоимость ликвидной доли собственности, когда будет обеспечена ликвидность акций. Это может возникнуть, например, в результате операции по выкупу и повторной продаже акций. При отсутствии противоположных предпосылок модель QMDM определяет терминальную стоимость на уровне стоимости ликвидной доли собственности.

Предпосылка № 4: требуемая ставка доходности для периода владения акциями (Rhp — Required Holding Period (Rate of Return))

После установления промежуточных денежных потоков в пользу акционеров и терминальной стоимости на конец периода владения акциями применение модели дисконтированного денежного потока предполагает определение ставки дисконтирования. Применяя модель QMDM, мы называем эту ставку дисконтирования требуемой доходностью на период владения акциями, или Rhp. Миноритарные акционеры в частных компаниях несут дополнительный, особый риск, связанный с неликвидностью таких инвестиций в дополнение к общей рискованности данного предприятия. Поэтому соответствующая ставка дисконтирования для QMDM — это сумма ставки дисконтирования предприя-

тия (Rmm) и премии, соответствующей периоду владения акциями (HPP — Holding Period Premium), чтобы компенсировать особые риски от недостаточной ликвидности:

$$R_{hp} = R_{mm} + HPP$$

В следующих разделах мы сделаем обзор рыночных фактов, свидетельствующих не только о существовании, но также о размерах премий, соответствующих разным периодам владения акциями. Прежде чем обратиться к этим фактам, мы кратко рассмотрим несколько принципиальных вопросов:

- Могут ли реальные покупатели оценить риски, зная эти факты? Да, могут. В конце концов, стороны, участвующие в любой сделке, встречаются с определенным набором фактов и обстоятельств, влияющих на цену сделки.
- Совершаются ли сделки «на расстоянии вытянутой руки», в рамках которых неликвидные миноритарные доли собственности реально переходят из рук в руки? Да. Дальнейшее обсуждение рыночных фактов основывается именно на таких сделках.
- Могут ли оценщики, в контексте финансовой, оценочной и экономической теории, имитировать рассуждения реальных продавцов и покупателей миноритарных долей собственности частных компаний? Да. В этом смысл того, что делают оценщики, независимо от характера оцениваемого актива.

Мы уже описывали характеристики денежных потоков, поступающих в виде инвестиций в неликвидные миноритарные доли собственности частных компаний. Теперь мы обратим наше внимание на рыночные факты, относящиеся к ожиданиям доходности инвестиций в подобные объекты.

Рыночные факты, относящиеся к премиям за длительность периода владения акциями

Скидки для ограниченных акций. Во-первых, мы обратимся к сделкам с ограниченными акциями, торгуемых на открытом рынке, чтобы понять, почему существуют премии за длительность периода владения акциями и каковы их возможные размеры. Рассмотрим публичную компанию, выпускающую акции, которые, согласно требованиям Правила 144 Закона о ценных бумагах и биржах от 1933 года, имели ограничения в продаже на два года[12].

Предположим, что рыночная цена публичной компании на дату сделки составляла 1 доллар в расчете на акцию. Мы можем представить текущую цену публичной ценной бумаги с помощью известной модели Гордона:

[12] Ограничение на ликвидность купленных ограниченных акций составляет в настоящее время один год. Использование примера с двухлетним ограничением объясняется тем, что большинство доступных исследований по этому вопросу проводились тогда, когда Комиссия по ценным бумагам (SEC) применяла именно это ограничение длительностью в два года.

$$V_{mm} = \frac{CF_{mm}}{R_{mm} - G_e} = \$1{,}00$$

Торгуемая на рынке стоимость

Теперь представим себе, что сделка с ограниченными акциями состоялась по цене 0,75 доллара в расчете на акцию, или со скидкой в 25%. Исходя из представленной формулы, имеется несколько возможных объяснений для снижения цены акции на 25% в данной сделке:

- **изменение денежных потоков предприятия в результате сделки.** Это непохоже на правду, если только не предположить, что инвестиция может увеличить денежные потоки предприятия, но это скорее повысит, нежели снизит его стоимость;
- **изменение ожидаемого темпа роста прибыли от основной деятельности.** Это тоже вряд ли похоже на правду, если не предположить, что инвестиция ускорит рост, что опять-таки поведет к увеличению, а не снижению стоимости;
- **дополнительные риски, с которыми сталкиваются инвесторы в ограниченные акции в дополнение к тем рискам, которые грозят владельцам свободно торгуемых акций.** Это самое неотразимое объяснение. Здравый смысл подсказывает, что инвестиция, которую нельзя будет продать в течение двух лет, более рискованная, нежели идентичная во всех других отношениях инвестиция, которая может быть свободно продана в любой момент. Этот дополнительный риск проявляется в премии к базовой ставке дисконтирования R.

Предположим, что ставка дисконтирования для предприятия публичной компании составляет 10%. Дивиденды не выплачиваются, ожидаемая стоимость собственного капитала составляет к концу первого года 1,10 доллара за акцию. В конце второго года ожидаемая стоимость составит 1,21 доллара за акцию $(1{,}00 \times (1 + 10\%)^2$. Разумеется, никто не может сказать точно, какой будет цена акции спустя два года, но инвесторы вынуждены принимать свои решения на основе реалистичных ожиданий. Инвесторы в ограниченные акции должны действовать в два этапа:

- **этап 1 — период ограничения продажи.** На протяжении двух лет ограниченные акции нельзя продавать, и инвесторы «заблокированы» независимо от того, что может произойти с компанией или с собственными обстоятельствами, которые тоже могут измениться[13]. В течение этого периода инвесторы испытывают риски в дополнение к рискам предприятия или рискам на уровне акционера, о чем говорилось в гла-

[13] Инвесторы в ограниченные акции бывают вправе перепродать их в течение срока действия ограничения другому, специально оговоренному инвестору. Однако и эти новые, специально оговоренные инвесторы будут подвержены тем же ограничениям на весь оставшийся срок ограниченной ликвидности. Они, скорее всего, будут исходить при обосновании рисков инвестиций из той же логики, что и первоначальный инвестор.

ве 3. Ставка дисконтирования для этого периода состоит из ставки дисконтирования, принятой для предприятия в целом, плюс специфические премии применительно к периоду владения акциями;

- **этап 2 — период свободной перепродажи.** Когда соответствующие ограничения исчерпаны, акции будут свободно продаваться с учетом ожидаемой стоимости в 1,21 доллара. В этой точке уже не будет рисков на уровне акционера в дополнение к рискам предприятия; тем самым скидка уменьшается до уровня R_{min}.

По известной нам из примера информации мы можем рассчитать R_{hp}. Сравнение цены 0,75 доллара за акцию, уплаченной за ограниченные акции, с ожидаемой будущей стоимостью в 1,21 доллара за акцию приводит к требуемой доходности в 27% после ожидаемого двухлетнего периода владения акциями по отношению к предполагаемой исходной ставке дисконтирования в 10%. Иными словами, эффективная премия за период владения акциями составит 17%. Существование скидок на ограниченные акции показывает, что премии за период владения акциями существуют и что они не тривиальны.

За последние два десятилетия опубликованы десятки эмпирических исследований наблюдаемых сделок с ограниченными акциями. Большинство этих исследований основаны на трансакциях, совершенных до 1997 года, включая эмиссии акций, ограниченных в соответствии с Правилом 144 Закона о ценных бумагах и биржах от 1933 года. Акции продавались квалифицированным инвесторам, и существовали законные ограничения на продажу этих акций, по меньшей мере, в течение двух лет. Исследования выявили средние скидки в пределах от 25 до 35%. Вспомните краткий обзор исследований об ограниченных акциях в приложении 7А.

Если, как это было со многими инвестициями в ограниченные акции, инвесторы приобретали пять или более процентов стоимости публичной компании, их в конце двухлетнего периода ограничений можно было бы считать совладельцами компании, и на них распространялись бы предписания о перепродажах (dribble-out) из Правила 144, таким образом увеличивая эффективный (действительный) период владения акциями. *Таблица 8.5* суммирует анализ эффективных коэффициентов доходности инвестиций в ограниченные акции, исходя из предположений о ряде величин реализованной прибыли на соответствующие свободно торгуемые акции за двух- и трехлетние периоды владения акциями. Чтобы показать широкий круг соответствующих возможностей, модель включает потенциальные реализованные прибыли предприятия, ранжированные от отрицательных 10% в год до положительных 15% в год.

Для большей наглядности мы выделили ряд показателей потенциальной рентабельности от 3 до 12% как наиболее распространенный результат для компаний, акции которых покупались инвесторами (в ограниченные акции). Если мы будем исходить из предположения как о двухлетнем, так и о трехлетнем периодах владения акциями, то увидим, что ожидания годовой доходности, как правило связываемые с венчурными инвесторами, могут быть обычными по меньшей мере для некоторых сделок, зафиксированных в исследованиях об ограниченных акциях.

Таблица 8.5. Требуемые (ожидаемые) показатели доходности, основанные на различных предположениях об ожидаемых темпах роста для публичных ценных бумаг в исследованиях ограниченных акций

Двухгодичная доходность при ожидаемом G =	Предполагаемые (Assumed) скидки, связанные с ограничением оборота акций						
	15.0%	25%	35%	45%	55%	65%	75%
-10.0%	-2.4%	3.9%	11.6%	21.4%	34.2%	52.1%	80.0%
-5.0%	3.0%	9.7%	17.8%	28.1%	41.6%	60.6%	90.0%
0.0%	8.5%	15.5%	24.0%	34.8%	49.1%	69.0%	100.0%
3.0%	11.7%	18.9%	27.8%	38.9%	53.5%	74.1%	106.0%
6.0%	15.0%	22.4%	31.5%	42.9%	58.0%	79.2%	112.0%
9.0%	18.2%	25.9%	35.2%	47.0%	62.5%	84.2%	118.0%
12.0%	21.5%	29.3%	38.9%	51.0%	67.0%	89.3%	124.0%
15.0%	24.7%	32.8%	42.6%	55.1%	71.4%	94.4%	130.0%

Уровни ожидаемой доходности венчурного капитала

Трехлетняя доходность при ожидаемом G =	Требуемые (Required) скидки, связанные с ограничением оборота акций						
	15.0%	25%	35%	45%	55%	65%	75%
-10.0%	-5.0%	-0.9%	3.9%	9.8%	17.4%	27.7%	42.9%
-5.0%	0.3%	4.6%	9.7%	15.9%	24.0%	34.8%	50.8%
0.0%	5.6%	10.1%	15.4%	22.1%	30.5%	41.9%	58.7%
3.0%	8.7%	13.4%	18.9%	25.7%	34.4%	46.2%	63.5%
6.0%	11.9%	16.7%	22.4%	29.4%	38.3%	50.4%	68.3%
9.0%	15.1%	20.0%	25.8%	33.0%	42.2%	54.7%	73.0%
12.0%	18.2%	23.3%	29.3%	36.7%	46.2%	58.9%	77.8%
15.0%	21.4%	26.6%	32.8%	40.4%	50.1%	63.2%	82.6%

Уровни ожидаемой доходности венчурного капитала

Реалистичные ожидания темпов прироста для публичных инвестиционных компаний

* Представленные требуемые уровни доходности определены с помощью модели, описанной выше.

Исследование Management Planning, Inc. В этом разделе мы сосредоточимся на одном конкретном исследовании ограниченных акций для более детального рассмотрения типичных показателей требуемой доходности и вытекающих премий применительно к периоду владения акциями. Исследование Management Planning, Inc. (MPI) было впервые опубликовано в 1997 году как глава 12 работы Quantifying Marketability Discounts. Исследование MPI содержало 49 сделок с ограниченными акциями, имевших место в период между 1980 и 1995 годами. В *таблице 8.6* суммирована соответствующая информация из исследования MPI, здесь же представлен анализ наиболее вероятной величины премий за период владения акциями. В этом смысл этого анализа.

Средняя скидка на ограниченную акцию составила в исследовании MPI 27,7% (строка 1). Средние доходы по компаниям, охваченным исследованием, составляли 80 млн долларов (строка 2), и средняя сделка включала пакеты, охватывавшие более 19% выпущенных в обращение акций (строка 3). Таким образом, типичная трансакция включала продажу пакета акций, который согласно Закону о ценных бумагах делала покупателя (или покупателей) совладельцами компании. Как таковые, ограничения Правила 144 включали, по меньшей мере, следующее:

- двухлетнее ограничение реализуемости согласно правилам, действовавшим до 1997 года (строка 6);

- дополнительные ограничения на перепродажу, поскольку предписания Правила 144 распространялись на совладельцев компаний. На основе расчетов MPI средний период перепродажи для купленных пакетов был 14 кварталов, или 3,5 года. Если покупатель среднего пакета начнет перепродавать акции в конце двухлетнего срока действия ограничения, ему потребуются дополнительные 3,5 года для продажи всего пакета. Если предположить, что акции могут быть проданы равномерно в течение этого периода, средний дополнительный период владения акциями составит 1,75 года (3,5/2 в строке 7);
- прибавив начальный двухлетний период действия ограничений к среднему дополнительному периоду владения акциями, получим средний ожидаемый период владения акциями 3,75 года (строка 8).

Таблица 8.6. Анализ исследования ограниченных акций компанией Management Planning, Inc.

№	По исследованию MPI	Средняя	Примечание
1	**Скидка на ограниченные акции**	**27,7%**	**По исследованию MPI (глава 12)**
2	Рыночная капитализация	$80,4	Преимущественно компании низкой капитализации
3	Размер пакета акций/выпущенные акции (совладельцев компаний)	19,2%	В среднем крупные пакеты акций (совладельцев, согласно Правилу 144)
4	Число кварталов до перепродажи	14	По расчету MPI
5	Число лет до перепродажи	3,5	Строка 4/4 квартала
	Дополнительные соображения		
6	Период действия ограничения по Правилу 144 (количество лет)	2,0	По Правилу 144 до апреля 1997 года
7	Число лет до перепродажи	3,5	Строка 6
8	**Эффективный период владения акциями до перепродажи**	**3,75**	Строка 6 + строка 7/2 (в предположении равномерной перепродажи)
9	Принятая ставка дисконтирования = G_v	15,0	Обоснованное предположение[1]
10	Индексированная цена за акцию	$1,000	
11	Цена покупки (за акцию)	$0,723	Строка 10 минус скидка по строке 1
12	Ожидаемая будущая стоимость (по эффективному периоду владения акциями)	$1,689	Строка 10 × (1 + строка 9) ^ строка 8
13	**Рассчитанная доходность для периода владения акциями (HP)**	**25,4%**	(Строка 10/строка 11) ^ (1/строка 8) минус 1,0
14	Рассчитанная премия за период владения акциями (HPP)	10,4%	Строка 13 минус строка 9

[1] Расчетные премии периода владения акциями менее чем на 1% отличаются от принятой ставки дисконтирования (строка 9) и находятся в диапазоне от 10 до 20%.

Имея конкретные данные о среднем ожидаемом периоде владения акциями и средней скидке, нам остается только сделать разумное предположение о ставке дисконтирования для публичной компании. В *таблице 8.6* мы предположили, что для предприятия ставка дисконтирования составляет 15% (строка 9). Ожидаемая будущая стоимость (в конце рассчитанного периода владения ак-

циями) — 1,69 доллара в расчете на одну акцию. Отнесенная к средней цене покупки 0,72 доллара за акцию, ожидаемая доходность за период владения акциями составила 25,4% (строка 13), и поэтому типичная премия за период владения акциями была около 10% (25.4% – 15,0%).

Доходность публично торгуемой компании. Partnership Profiles, Inc. (PPI) из Далласа, штат Техас, публикует ежегодные исследования, в центре которых показатели доходности, ожидаемой покупателями на вторичном рынке ограниченных партнерских долей собственности[14]. Информация, сообщаемая в последнем по времени обзоре, основана на данных о публично торгуемых партнерских долях собственности с 1994 года по 2005 год. Среди предпосылок, относящихся к расчету ожидаемых величин нормы доходности, назовем следующие:

- ожидаемые будущие распределения основаны на исторических уровнях, и прогнозируется их ежегодное увеличение на 3% вплоть до момента прогнозируемой ликвидации партнерства;
- амортизация долга для левериджированных партнерств прогнозировалась на срок вплоть до ожидаемого момента ликвидации, вслед за чем все остаточные долги, как предполагалось, будут уплачены;
- активы, лежащие в основе стоимости партнерства, как прогнозируется, будут расти со скоростью 3% в год;
- прогноз до момента ликвидации, выполненный PPI, базируется на ожиданиях инвесторов на апрель-май каждого года. Многие партнерства публично объявляли о намерениях предстоящей ликвидации, начиная с 1995 года.

Эти предпосылки на самом деле те же предпосылки, которые использовались в модели QMDM. Применяя QMDM, оценщик делает предположения о рисках, ожидаемых денежных потоках, ожидаемом периоде владения акциями, а также о темпах роста стоимости бизнеса, чтобы на основе всей этой информации вывести цену и таким образом определить скидку на недостаточную ликвидность. Исследование Partnership Profiles наблюдает цены на рынке ограниченных долей собственности в партнерствах и использует предпосылки относительно ожидаемых денежных потоках, роста стоимости бизнеса, а также об ожидаемом периоде владения акциями для расчета вытекающей из этого требуемой нормы доходности.

Как показано ниже, временной горизонт для неликвидируемых партнерств, используемый в обзоре каждый год, снижается с десяти лет в 1994 году до четырех лет в 2005 году.

Оцененные временные горизонты (по годам):

- 1994 — 10 лет;
- 1995 — 8 лет;
- 1996 — 6 лет;
- 1997 — 5 лет;

[14] 2006 Rate of Return Study: Publicly-Held Real Estate Limited Partnerships and Real Estate Investment Trusts, Published by Partnership Profiles. *http://www.partnershipprofiles.com*.

- 1998 — 5 лет;
- 1999 — 5 лет;
- 2000 — 4 года;
- 2001 — 4 года;
- 2002 — 4 года;
- 2003 — 4 года;
- 2004 — 4 года;
- 2005 — 4 года.

На основе этих предпосылок были рассчитаны ожидаемые на 1994—2005 годы величины доходности для неликвидируемых партнерств, распределяющих прибыли (суммированы в *таблице 8.7*).

Таблица 8.7. Ожидаемые нормы доходности партнерств, распределяющих прибыли (%)

Год	Общие	Нет задолженности или низкая задолженность	Умеренная или высокая задолженность
1994	19,4	19,1	22,0
1995	19,3	18,2	24,7
1996	21,1	19,5	27,2
1997	19,5	18,1	23,2
1998	19,5	19,0	21,4
1999	18,7	17,7	22,5
2000	21,0	20,5	23,5
2001	21,6	21,0	24,0
2002	19,3	18,9	21,2
2003	17,4	17,3	19,3
2004	17,5	16,3	23,8
2005	17,7	17,6	18,3
Средняя	19,3	18,6	22,6

Таблица 8.7 показывает общее снижение ожидаемой доходности партнерских долей собственности за последние десять лет. Эта информация говорит о том, что ожидаемые нормы доходности для инвестиций в ограниченные партнерства, распределяющие прибыли, обычно находятся в диапазоне 15–25%, в зависимости от уровня задолженности.

Были также рассчитаны для 1994–2005 годов ожидаемые нормы доходности применительно к не подлежащим ликвидации партнерствам, которые в этот период времени не производили распределения прибылей (*табл. 8.8*).

Как показано в указанной таблице, партнерства, которые в прошедшие годы не распределяли свои прибыли, были вознаграждены в целом более высокими ожидаемыми доходами, нежели те, что распределяли прибыли. Среди не распределяющих прибыли партнерств, имеющих более высокий уровень задолженности, получили относительно более высокие ожидаемые величины доходности, чем те партнерства, которые имели менее высокий леверидж (финансовый рычаг), что соответствует уровню ожидаемой доходности партнерств, распределяющих прибыли.

Таблица 8.8. Ожидаемые ставки доходности для партнерств, не распределяющих прибыли (%)

Год	Общие	Нет задолженности или низкая задолженность	Умеренная или высокая задолженность
1994	24,5	20,2	25,5
1995	26,7	16,7	28,7
1996	27,7	21,3	28,9
1997	25,7	24,2	25,8
1998	23,9	22,7	24,0
1999	24,3	16,7	27,4
2000	18,3	16,4	22,1
2001	19,6	18,3	22,3
2002	14,9	14,7	16,7
2003	16,1	12,5	21,4
2004	20,2	14,1	29,0
2005	22,3	13,6	26,3
Средняя	22,0	17,6	24,8

Данные, полученные из исследования PPI, могут помочь в обосновании общей разумности применяемой в модели QMDM оценки требуемой нормы доходности за период владения акциями.

Венчурный капитал и доходность собственных капиталов частных компаний

Хотя некоторые специалисты полагают, что венчурный капитал занимается только начинающими компаниями, эта среда деятельности сейчас намного шире и достигла высокого уровня развития. Некоторые инвестиции за счет венчурного капитала относятся к категории инвестиций на стадиях начального бизнеса или его зарождения, однако другие инвестиции приходятся и на предприятия, находящиеся в более поздней стадии развития. Некоторые основанные на венчурном капитале компании требуют по мере своего роста неоднократного инвестирования. Другие венчурные фонды участвуют в левериджированных выкупах предприятий (leveraged buyouts) (выкуп акций предприятия за счет полностью или частично заимствованных средств. — *Прим. перев.*), в выкупах менеджментов (management buyouts) и в прямом инвестировании в развитые частные компании. Кроме того, другие фонды инвестируют промежуточные стадии финансирования, предоставляя капитал и как венчурные инвесторы, и как обычные поставщики заемного капитала, часто требуя дополнительного «игрока на акциях» (долговая ценная бумага, которая может конвертироваться в обыкновенные акции выпустившей ее компании. — *Прим. перев.*) как компонента такого финансирования. Наконец, многие венчурные фонды комбинируют инвестиции разных категорий.

Thompson Venture Economics вместе с National Venture Capital Association публикуют данные о фактической рентабельности разных категорий инвестиций венчурного капитала. *Таблица 8.9* обобщает данные о доходности за разные исторические периоды по состоянию на 30 июня 2006 года[15].

[15] Данные для этой таблицы соответствуют выпуску информации 27 декабря 2006 года. Эту информацию можно найти на сайте:
http://www.thompson.com/pdf/financial/news_release_pdfs/2006_10_30_Q206_PE_Performance.

Обратите внимание на заголовок «Все венчурные премии на частный собственный капитал» в конце *таблицы 8.9*. Эффективность частного акционерного капитала превзошла тот же показатель для NASDAC и S&P500 за прошедшие один, три, пять, десять и двадцать лет. Премии, выраженные в показателях нормы доходности, были порядка 3—5%, за исключением самых последних лет, когда прибыли на частные акционерные капиталы еще не были выплачены.

Эти данные о доходности венчурного капитала убеждают, что ожидаемая доходность неликвидных инвестиций в частные акционерные предприятия обычно должна находиться в пределах конца второго десятка процентов и в начале третьего десятка процентов или, возможно, даже выше при благоприятных обстоятельствах.

Оценка требуемой доходности за период владения акциями

В этом разделе мы рассмотрим некоторые из специфических для уровня отдельного акционера рисков, участвующих в образовании премии за период владения акциями. Интересно, что почти все они обсуждаются в разных исследованиях, посвященных ограниченным акциям. Специфические риски для уровня акционера включают:

- **неопределенность длительности периода владения акциями.** Инвесторы требуют дополнительной компенсации риска долгого и неопределенного возможного периода владения акциями. Существуют некоторые возможности смягчения риска, если фиксировать длительность периода владения акциями или снизить саму его неопределенность. Долгие ожидаемые периоды владения акциями без их реализуемости ставят инвесторов перед лицом противоречивых изменений как в компании — объекте инвестиций, так и в собственных обстоятельствах инвестирования. Рациональные инвесторы стремятся к премии (дополнительной прибыли) по сравнению с другими инвестициями, которые уже являются реализуемыми[16];

[16] В изданной в 2001 году статье Мукеша Бахаи и его соавторов (*Mukesh Bajaj, David J. Dennis, Stephen P. Ferris, Atulya Sarin.* Firm Value and Marketability Discounts, Fall 2001, Journal of Corporation Law, Volume 27, Issue 1, pp. 89—115) сформулирована мысль, что, возможно, некий «эффект клиентуры» минимизирует влияние ожидаемого периода владения акциями на стоимость оцениваемого предприятия. Поскольку покупатели ограниченных акций обычно стремятся быть институциональными инвесторами, не придающими большого значения ликвидности (например, страховые компании и пенсионные фонды), маловероятно, что такие инвесторы будут требовать существенных скидок на недостаточную ликвидность при обязательстве воздержаться от быстрой перепродажи акций. На самом деле, обсуждая эти вопросы, Бахаи пересказывал другую статью: *Michael Hertzel, Rihard L. Smith.* Market Discounts and Shareholder. Gains for Placing Equity Privately, 48. Journal of Finance 459, 459—469 (1993). В обеих статьях применялся регрессионный анализ, который отделяет влияние регистрации акций от других факторов (13,2% в случае Герцеля и Смита и 7,2% в случае Бахаи и его соавторов). Читатели должны знать, что средние скидки на все ограниченные акции составили в этих исследованиях, соответственно, 20,1 и 22,2%. Расчет этой разницы между скидками для ликвидной части и общей массы акций рассматривается с учетом таких факторов, как затраты на получение информации, затраты на наблюдение, а также «финансового разочарования» (то есть создание дополнительного риска сверх периода неликвидности акций). Это именно те факторы, которые мы постараемся использовать в модели QMDM для получения подходящих общих скидок на недостаточную ликвидность от показателей оценки стоимости свободно торгуемых акций.

Таблица 8.9. Венчурная экономика частных акционерных капиталов США. Индекс эффективности (PEPI — Private Equity Performance Index)[1]

Тип венчурного фонда	Горизонт инвестиционных результатов на 30.06.2006 (%)				
	1 год	3 года	5 лет	10 лет	20 лет
Ранний венчурный капитал (VC)	11,2	5,4	–7,6	36,9	20,5
Сбалансированный венчурный капитал	20,5	12,5	–0,2	17,0	14,5
Венчурный капитал на поздней стадии	16,4	9,4	–1,1	9,5	13,7
Все венчурные вложения	**16,2**	**9,0**	**–3,5**	**20,8**	**16,5**
Выкуп малых количеств акций	12,1	9,6	3,7	7,1	25,9
Выкуп средних количеств акций	21,5	11,8	5,0	11,1	16,1
Выкуп больших количеств акций	26,8	15,8	6,3	8,6	12,5
Выкуп очень больших количеств акции	28,5	12,5	7,2	8,9	11,6
Все случаи выкупа	**27,3**	**16,3**	**6,6**	**8,9**	**13,4**
«Мезанин», промежуточное финансирование	9,7	5,3	2,6	69,2	8,7
Все частные акционерные капиталы	**22,5**	**13,4**	**3,6**	**11,4**	**14,2**
NASDAC	5,6	10,2	0,0	6,2	11,7
S&P 500	6,6	9,2	0,7	6,6	9,8
Все венчурные премии [2]					
Сверх NASDAC	10,6	–1,2	–3,5	14,6	4,8
Сверх S&P 500	9,6	–0,2	–4,2	14,2	6,7
Все венчурные премии на частный собственный капитал [2]					
Сверх NASDAC	16,9	3,2	3,6	5,2	2,5
Сверх S&P 500	15,9	4,2	2,9	4,8	4,4

[1] Источник: Thompson Venture Economics/National Venture Capital Association.

Эта статистика представляет среднюю реализованную доходность. Эти средние величины являются результатом многих инвестиций, каждая из которых производилась на базе ожидаемой доходности. Поскольку многие венчурные инвестиции завершаются полной неудачей и представляют чистые потери для инвесторов, то, по-видимому, ожидаемые в начальный момент инвестирования величины доходности превышают реальную среднюю доходность.

Индекс эффективности частных акционерных капиталов (PEPI) основан на последних поквартальных статистических данных по эффективности частных капиталов, полученных от базы данных компании Thompson Venture Economics, в которой анализируются денежные потоки и прибыли 1862 американских венчурных фондов и частных акционерных партнерств с общей капитализацией в 679 млрд долларов. Доходы являются чистыми для инвесторов после удаления вознаграждений менеджмента и выплаченных процентов.

[2] Премии рассчитаны авторами.

- **вероятность получения промежуточных денежных потоков.** Дивидендный доход может сильно влиять на размер применяемой скидки на недостаточную ликвидность. Хотя некоторые компании на протяжении многих лет отчитывались о регулярных и предсказуемых дивидендах, тем не менее фомирование общей доходности откладывается до неопределенного момента в будущем, когда произойдет событие ликвидности (продажа акций). В результате мы полагаем, было бы правильно добавлять некоторый процент к требуемой доходности в случае, если нет каких-либо гарантий или хотя бы прогнозов регулярной выплаты дивидендов в расчете на данную инвестицию. Здесь нужны два дополнительных замечания:

  — обычно существует некоторая дополнительная неопределенность относительно получения промежуточных денежных потоков в компаниях с особым (льготным) режимом налогообложения (таких как S-корпорации, ограниченные партнерства и корпорации с ограниченной ответственностью). Вполне реально, что налогооблагаемых прибылей на уровне компании и распределенных средств может оказаться недостаточно для того, чтобы акционеры могли полностью выполнить свои личные налоговые обязательства[17];
  — оценщику следует иметь в виду отчеты о фактических выплатах дивидендов акционерам, а также рассматривать прогнозы получения будущих дивидендов при определении этих рисков. При этом важно понимание того, что акционеры-миноритарии не определяют дивидендную политику;

- **ожидания ликвидности.** Похожа ли оцениваемая компания на кандидата в инициаторы IPO? Может ли она быть привлекательной как кандидат на поглощение? И что происходит в ее отрасли? Что может побудить к продаже целого бизнеса? Планирует ли вообще менеджмент компании продавать ее? Исходя из истории компании, какова вероятность того, что она будет продаваться? Если компания вряд ли будет продаваться, то, может быть, следует увеличить требуемую доходность на период владения акциями;
- **неопределенность возможностей благополучного выхода из бизнеса.** Если и когда оцениваемая доля собственности станет ликвидной, какова вероятность ее «сжатия» или уценки? Если известно, что в прошлом миноритарные акционеры испытывали дискомфорт, более высока вероятность такого же поведения компании в будущем. Важно изучить историю трансакций на уровне миноритариев в прошлом, чтобы оценить вероятность выхода из бизнеса (вследствие неудовлетворенности миноритариев своим положением). Далее, мино-

[17] Соглашения, требующие учета обязательств по уплате налогов акционерами, конечно, способны минимизировать риски, связанные с расхождениями между личными обязательствами по налогам предприятия и действительными суммами распределения прибылей.

ритарные акционеры редко могут быть уверены в оптимальной цене своих акций, когда будет продана вся компания;

- **ограничительные соглашения.** У многих частных компаний имеются соглашения между акционерами или уставные положения, ограничивающие (или расширяющие) движение акций раньше, чем они будут выставлены на свободную продажу. Это важный источник дополнительного риска (или сокращения риска) для гипотетических или реальных покупателей соответствующих долей собственности. Многие ограничительные соглашения, даже широко известное «право первого отказа», которое обычно предоставляет возможность акционерам или компании приобрести акции по предложенной цене прежде, чем они будут выставлены на свободную продажу, оказывают чрезвычайно большое влияние на прогнозы ликвидности. Почему? Попросту говоря, для того чтобы понять частную компанию, требуется провести значительный объем работы, в том числе выполнить глубокий анализ. Соответствующие усилия, предпринимаемые грамотным инвестором, требуют времени и средств. Стоит ли заниматься оценкой инвестиции, если предложенная цена вас удовлетворяет, но тогда, скорее всего, акции будут скуплены инсайдерами? Если цена будет не столь благоприятна, то ее никто не захочет заплатить. Подобные ограничения могут оказать существенное влияние на требуемую доходность бизнеса за период владения акциями[18];
- **информационные затраты и затраты на мониторинг.** Как указывалось при обсуждении ограничивающих соглашений, существуют вполне реальные затраты, связанные с обоснованием возможностей инвестирования в те или и иные предприятия. Во многих случаях не существует возможностей возмещать в будущем реальные затраты на исследования для инвестирования или прогнозируемые текущие расходы на текущее наблюдение за инвестициями. В результате инвесторы добиваются некоторого повышения требуемой доходности (премии), что выражается в относительно большей скидке на стоимость предприятия[19].

Это не исчерпывающий перечень, и он расширяется в справочнике QMDM Companion. Если другие факты и обстоятельства указывают на какие-нибудь иные риски, свойственные уровню отдельного акционера, их следует учитывать при расчете требуемой доходности на период владения акциями.

Общая схема оценки требуемой доходности на период владения акциями

Вызов, с которым встречаются оценщики, использующие модель дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера, состоит в пере-

[18] См. в главе 9 обсуждение недавних изменений в USPAP, где требуется анализировать влияние (если оно наблюдается) ограничений в обороте акций на оценку.
[19] Там же.

воде идентифицированного риска акционеров в набор премий в расчете на период владения акциями. Судя по нашему опыту, здесь нет простых решений:

- **опыт оценщика и его суждения.** Опыт наблюдения различных фактов и ситуаций оценивания, а также наблюдения за тем, какие заключения о стоимости принимаются в связи с отдельными факторами, может быть весьма полезен. Однако выражение «по моему профессиональному суждению» лишено смысла, если его нельзя обосновать соответствующими фактами, внутренними и внешними обстоятельствами. Практика несовершенна, если используемые методы страдают изъянами;
- **здравый смысл.** Оценщики должны полагаться на здравый смысл в своих суждениях. Например, здравый смысл подскажет, что две инвестиции, стоимость одной из которых растет на 6% в год без выплаты дивидендов, а стоимость другой растет на 6% в год и дает 6% ежегодный дивидендный доход, должны иметь совершенно разные скидки на недостаточную ликвидность при одинаковых ожидаемых периодах владения акциями. Тот факт, что традиционный анализ на основе исходных данных не дает никаких ориентиров для расчета таких различий, а мы знаем, что они все же должны существовать, и привел нас к разработке Количественной модели расчета скидок на недостаточную ликвидность (QMDM);
- **обоснованность.** Здравый смысл и обоснованность (или разумность) часто идут рука об руку. Правило 59-60 Положения о доходах требует от оценщиков использовать «три критические фактора»: здравый смысл, информированное суждение и обоснованность (разумность). Когда скидки на недостаточную ликвидность рассчитываются с помощью модели QMDM, разумность полученной величины может быть проверена путем расчета соответствующих дивидендных доходов, расчета показателей доходности для разных периодов владения акциями или с помощью других подходящих сопоставлений;
- **сравнения с показателями доходности в различных исследованиях ограниченных акций.** Хотя средние скидки во многих исследованиях ограниченных акций не подходят для оценки скидок на недостаточную ликвидность (из-за недостаточной сопоставимости компаний, времени ожидаемых периодов владения акциями и других факторов), мы предварительно обсудили, насколько требуемые показатели доходности (и ожидаемые периоды владения акциями) могут быть выведены из средних скидок, которые содержатся в этих исследованиях;
- **сравнения с другими рыночными данными.** Текущие, как и за прошлые годы, данные о рыночной рентабельности можно получить из публикаций Partnerships Profiles, где приводятся сделки, заключаемые ограниченными партнерствами, свободно торгующими объектами недвижимости. Кроме того, рыночные данные можно почерпнуть, наблюдая венчурный капитал и частные взаимные фонды. Ожидаемые данные по доходности, полученные из этих источников, образу-

ют еще одну точку отсчета для проверки валидности предполагаемых премий за риск для отдельных акционеров и отсюда — требуемой доходности за период владения акциями.

В конечном счете, премии в расчете на период владения акциями аналогичны премиям за риск для компаний, используемым при расчете ставок дисконтирования. Большинство оценщиков легко справляются с оценкой таких премий для компаний. Исследования, которые помогли бы оценщикам делать такие оценки напрямую, отсутствуют. Тем не менее оценщики выдвигают обоснованные предположения, опираясь на свой опыт, суждения, здравый смысл, разумность и сравнения с альтернативными нормами доходности, фиксируемыми на соответствующем рынке.

Методика расчета требуемой доходности в расчете на период владения акциями

Таблица 8.10 получена на основе типовой таблицы справочника QMDM Companion, названной Exhibit #4 — Rhp. В таблице представлены более 20 потенциальных факторов риска вместе с некоторыми общими замечаниями относительно учета влияния этих факторов. Перечень (с аналитическими и практическими комментариями) предлагается в QMDM Companion как начальная памятка для проверки в помощь оценщикам, когда они рассматривают конкретные факты и обстоятельства в разных ситуациях оценивания.

Точкой отсчета для определения требуемой нормы доходности в расчете на период владения акциями является ставка дисконтирования, принятая для данного предприятия. Ставка дисконтирования для собственного (акционерного) капитала составила 16,5% и рассчитана в *таблице 8.10* (строки 1—8), как описано в главе 6, с использованием скорректированной модели оценки капитальных активов (ACAPM). К этой базовой ставке дисконтирования мы прибавляем дополнительные характеристики рисков (премии в расчете на период владения акциями), основанные на учете специфических рисков, связанных с рассматриваемой инвестицией.

Таблица дает пример построения требуемой нормы доходности на период владения акциями для модели QMDM. В примере рассмотрены пять специфических факторов (строки 9—13). Они включают учет неопределенности, относящейся к периоду владения акциями, продолжительность которого неизвестна, информационных затрат и ожидаемых расходов на мониторинг. А то обстоятельство, что не ожидается никакого распределения прибылей от данной инвестиции и что премия связана с правом первого отказа применительно к акциям, оказывает снижающее влияние на их ликвидность. В отчете об оценке будут, вероятно, отражены только те факторы, которые отобраны для данного случая.

Заметьте, что мы рассчитали ряд значений нормы доходности в расчете на период владения акциями, опираясь на учет специфических факторов риска, отмеченных в таблице. Это сделано намеренно, чтобы отразить неопределенности в отношении ликвидности и в других обстоятельств, с которыми встре-

чается наш гипотетический покупатель. Заметьте, далее, что специфические факторы риска были выбраны для всех пяти рисков применительно к уровню стоимости для акционера. Исследований, которые могли бы послужить руководством оценщику или источником рыночных фактов, свидетельствующих о факторах риска, специфических для акционера, не существует, так что оценщики должны самостоятельно оценивать их, опираясь на здравый смысл, рассудок, собственные суждения и обоснованность. Ранее мы рассматривали размеры норм доходности, вытекающие из исследований ограниченных акций, что тоже полезно. Но важно повторить, что такие суждения аналогичны тем, которые каждый день выносятся оценщиками при расчете ставок дисконтирования для предприятий.

Таблица 8.10. Расчет нормы доходности в расчете на период владения акциями с использованием скорректированной модели оценки капитальных активов — АСАРМ (ставка дисконтирования применительно к уровню отдельного акционера) (%)

	Компоненты требуемой нормы доходности в расчете на период владения акциями		Оцененный уровень: Низкий	Оцененный уровень: Высокий	Источник/ Краткое обоснование
1	Доходность долгосрочных гособлигаций к погашению		5.50%	5.50%	
2	Премия Ибботсона к обыкновенным акциям	6.00%			
3	× Рыночный коэффициент бета	1.00			
4	= Скорректированная по коэффициенту бета премия к обыкновенным акциям	6.00%			По тексту
5	+ Премия для компании малой капитализации	3.00%			
6	+ Специфический риск компании	2.00%			
7	= Общая премия на акцию		11.00%	11.00%	
8	**Требуемая доходность на основной период владения акциями**		16.50%	16.50%	Базовая ставка к собственному капиталу
	Премия (или премии) за риск для конкретного инвестора и данной инвестиции				
9	+ Неопределенность ожидаемого периода владения акциями		1.00%	2.00%	По тексту
10	+ Премия за информацию о затратах на приобретение		1.00%	1.00%	По тексту
11	+ Премия за затраты на мониторинг ожидаемого периода владения акциями		0.50%	0.50%	По тексту
12	+ Корректировка на крупный размер доли собственности		0.50%	1.00%	По тексту
13	+ Права первого отказа при ограниченной возможности реализации акций (ROFR — Rights of First Refusal Limiting Transferability)		0.50%	1.00%	По тексту
14	+ Неопределенности, связанные с возможностью ухода недовольных своим положением акционеров		0.00%	0.00%	Прочие потенциальные риски инвестора
15	+ Потенциал возможного обратного денежного потока		0.00%	0.00%	
16	+ Более обременительные условия продажи акций		0.00%	0.00%	
17	+ Недостаточная диверсификация активов		0.00%	0.00%	
18	+ Недостаточно привлекательный состав активов		0.00%	0.00%	
19	+ Неопределенности, связанные с рисками будущей инвестиционной стратегии		0.00%	0.00%	
20	+ Малая вероятность слияния, продажи или поглощения компании, а также IPO		0.00%	0.00%	
21	- Компания — явный кандидат на слияние, продажу или поглощение		0.00%	0.00%	
22	+ Неопределенности, связанные с соглашения об обратном выкупе акций		0.00%	0.00%	
23	+ Ограничения на использование акций в качестве залога		0.00%	0.00%	
24	+ Малое количество акционеров		0.00%	0.00%	
25	+ Недостаточность ожидаемых промежуточных денежных потоков		0.00%	0.00%	
26	+ Общая ликвидность данной инвестиции		0.00%	0.00%	
27	+ Прочие		0.00%	0.00%	
28	**Общая премия за риск для инвестора по данной инвестиции**		3.50%	5.50%	Сумма предыдущих строк
29	Примерная оценка требуемой нормы доходности в расчете на ожидаемый период владения акциями		20.00%	22.00%	Ставка дисконтирования для предприятия плюс риски акционера
30	Округленная оценка		20.00%	22.00%	С точностью 0.5%
31	**Средняя оценка нормы доходности для периода владения акциями**			21.0%	Предпосылка № 4 модели QMDM

Таблица 8.10 предвосхищает пример, используемый в главе 9. Приведенная там корпорация относится к классу С-корпораций, и рассматриваемая доля собственности составляет 20-процентную миноритарную долю. Компания оценена в 10 млн долларов. Конкретные факторы риска, использованные в примере, включают следующее:

- **неопределенность ожидаемого периода владения акциями.** Это общий фактор риска, принимающий во внимание, что длительность периода владения акциями может быть весьма различной. Мы часто принимаем, что этот фактор прибавляет от одного до трех процентов или около того к требуемой ставке доходности инвестиций, исходя из базовой ставки дисконтирования;
- **премия за затраты на приобретеине информации.** Требуется проведение огромной работы для того, чтобы представить компанию закрытого типа, факты и обстоятельства, сопровождающие инвестирование в эту компанию. Если инвестиции не обладают высокой ликвидностью, в принципе нет иного источника возмещения затрат на приобретение информации, нежели повышение требуемой нормы доходности;
- **затраты на мониторинг в расчете на ожидаемый период владения акциями.** С затратами на доступ к информации связаны затраты на непрерывный мониторинг инвестиций. Опять-таки единственная возможность возмещения возникающих затрат — это повышение требуемой нормы доходности;
- **большие размеры доли собственности.** Справедливая рыночная цена предполагает соглашение между готовым к покупке покупателем и готовым к продаже продавцом. В этом контексте оценщику всегда необходимо изучить соответствующий набор покупателей и продавцов. Данная оцениваемая доля собственности имеет стоимость миноритарного ликвидного пакета акций в 2 млн долларов (20% помноженные на 10 млн долларов стоимости предприятия), и, следовательно, после применения скидки на недостаточную ликвидность она, по-видимому, может иметь стоимость более 1 млн долларов. Этот большой размер (высокая стоимость) доли собственности ограничивает круг покупателей теми индивидуумами или институтами, которые могут выделить в своих портфелях подобные суммы на осуществление не вполне ликвидных инвестиций и, возможно, в расчете на длительные периоды владения акциями;
- **право первого отказа ограничивает возможности перемещения акций.** Оцениваемая компания имеет право первого отказа, которое в дальнейшем ограничивает ликвидность рассматриваемой доли собственности. Это также компонент дохода. Соответствующий элемент доходности компенсирует влияние этого обстоятельства.

Заметьте, что специфические суждения отражаются в оценке премии за риск, получаемой данным инвестором. В этом примере мы рассчитали ряд премий в расчете на период владения акциями от 3,5 до 5,5%, получили набор

требуемых норм доходности на период владения акциями — от 20 до 22%, со средней величиной 21%. Вспомните обсуждавшуюся ранее формулу: $R_{hp} = R + HPP$. Так откуда же берутся компоненты от 3,5 до 5,5%? Они рассчитаны с учетом фактов и обстоятельств оценки хозяйственного субъекта и в контексте альтернативных норм доходности, которые мы обсуждали в этой главе.

Чтобы рассмотреть эти оценки рисков с позиций перспективы, мы отметим то, что два текста по вопросам оценивания могут представить аналогичные определения рисков оценщиками, когда последние прибавляют компоненты специфических рисков компаний к их базовым ставкам дисконтирования.

«Рисковые характеристики оцениваемой компании могут отличаться в большую или меньшую сторону от типичных характеристик тех компаний, применительно к которым устанавливаются премии (к цене акций) за риск и за размер капитала. В этой связи могут потребоваться дополнительные корректировки при оценке стоимости капитала конкретной компании. Такие корректировки могут основываться на анализе пяти факторов (но не исчерпываться ими):

- размер меньший, чем у компаний, включенных в наименьшую группу премий по размеру;
- отраслевой уровень риска;
- волатильность доходов;
- леверидж (финансовый рычаг);
- другие специфические для компании факторы.

Поскольку премия за размер стремится отразить влияние некоторых факторов этого типа, аналитику следует проводить дальнейшие корректировки только с учетом тех особенностей, которые уникальны именно для оцениваемой компании. К сожалению, несмотря на широко распространенное использование аналитиками и оценщиками особых для каждой компании премий в кумулятивной модели (или модели CAPM), мне не известны хоть какие-либо научные исследования по этому вопросу, и его решение остается в сфере собственных суждений аналитиков»[20].

В другом тексте сформулировано следующее утверждение: «Необходимо подчеркнуть, однако, что использование таких инструментов (имеется в виду кумулятивный метод) субъективно по своей природе: для них нет прямой формулы или корреляционной таблицы, которые были бы способны квантифицировать корректировки, необходимые, чтобы «ухватить» дополнительные доходы, требуемые для компенсации влияния таких рисков...

Такая схема анализа — это лишь диагностический инструмент, помогающий практику сформулировать свое профессиональное суждение. Не существует таких формул, руководств, правил приблизительных расчетов, на которые

[20] *Pratt S.* Cost of Capital Estimation and Applications, Second Edition. — Hoboken, New Jersey: Wiley& Sons, Inc., 2002. — P. 65, 67.

можно было бы твердо рассчитывать при определении показателей несистематических рисков для конкретного предприятия»[21].

Причина такого нежелания обсуждать специфические факторы риска (company-specific risk) компании при расчете ставок дисконтирования для предприятия проста: премия за SCR (специфические риски компании) в оценке предприятий аналогична премии за риск инвестора, которая должна быть определена при оценке денежных потоков на уровне отдельного акционера. Было бы непоследовательно принимать суждения оценщиков при расчете ставки дисконтирования для предприятия, но критиковать их, когда речь идет о расчете ставки дисконтирования применительно к уровню акционера.

В примере *таблицы 8.10* был выведен ряд требуемых показателей доходности для периода владения акциями — от 20 до 22% (округленно). Средняя их величин составила 21%. Теперь у нас есть опыт тысячекратного применения модели QMDM за последние десять лет и более. Он свидетельствует о том, что требуемая доходность за период владения акциями ранжируется от низкой, примерно в конце второго десятка процентов (относительно плохо воспринимаемый акционером риск), для привлекательных, ориентированных на активы холдинговых компаний до примерно 30% для производственных компаний с относительно непривлекательными, с точки зрения акционера, характеристиками.

Средняя оценка требуемой нормы доходности за период владения акциями может быть перенесена в типовую таблицу из справочника QMDM Companion, озаглавленную Summary QMDM Analysis в качестве четвертой основной предпосылки модели QMDM.

Обзор предпосылок QMDM

QMDM — это стандартизованная модель дисконтированного денежного потока на уровне отдельного акционера, применимая при оценке миноритарных долей собственности частных (закрытых) компаний. Требуемые для применения этой модели предпосылки корреспондируют с предпосылками, характерными для применения модели дисконтированного денежного потока к уровню предприятия. Более того, чувствительность заключений о стоимости, выработанных по модели QMDM, относится к тем же факторам, что и чувствительность модели дисконтированного денежного потока на уровне предприятия в целом.

Представленная далее *таблица 8.11* характеризует чувствительность модели QMDM к изменениям различных предпосылок. Заметьте, что соответствующие реакции относятся к стоимости неликвидных миноритарных долей собственности, а не к скидкам на недостаточную ликвидность.

[21] *Hitchner J.A.* Editor, Financial Valuation: Applications and Models. — Hoboken, New Jersey: John&Wiley & Sons, Inc., 2003 — P. 146. (Второе издание этой книги Дж. Хитчнера в переводе на русский язык публикуется в первой половине 2008 года издательством «Маросейка». Переводчик — Л. Лопатников, научный редактор — В. Рутгайзер.)

Таблица 8.11. Чувствительность модели QMDM к изменениям различных предпосылок

Входные данные модели DCF для уровня акционера (QMDM)	Чувствительность
1. Область значений ожидаемого периода владения акциями	Более долгий период владения акциями без реализуемости ведет к более низкой стоимости неликвидных миноритарных долей собственности
2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход	Стоимость оцениваемой доли собственности имеет положительную корреляцию с ожидаемыми уровнями промежуточных денежных потоков
2б. Ожидаемый темп роста распределения прибылей/дивидендов	Стоимость оцениваемой доли собственности имеет положительную корреляцию с ожидаемыми темпами роста промежуточных денежных потоков
2в. Время выплаты дивидендов (середина или конец года)	Стоимость оцениваемой доли собственности выше при условии выплаты в середине года
3а. Рост стоимости за период владения акциями	Более высокий темп роста стоимости ведет к более высоким величинам терминальной стоимости и более высокой приведенной стоимости (PV) оцениваемой доли собственности компании
3б. Премия или скидка к прогнозируемой стоимости предприятия	Премии повышают стоимость оцениваемой доли собственности; скидки снижают эту стоимость
4. Область значений требуемой нормы доходности за период владения акциями	Стоимость оцениваемой доли собственности в величине ставки дисконтирования

Мы советуем пользователям модели QMDM поэкспериментировать с различными комбинациями предпосылок, чтобы лучше разобраться в вопросе о чувствительности получаемой оценки доли собственности к воздействию различных факторов.

Глава 9

Применение QMDM

Введение

Предпосылки модели дисконтированного денежного потока для уровня отдельного акционера применимы к любым сценариям оценивания стоимости бизнеса. Их выявление побуждает оценщика (и читателя отчета об оценке) обращаться к глубинным экономическим факторам, способствующим повышению скидки на недостаточную ликвидность акций. Могут, по-видимому, существовать и расхождения во взглядах на оценку того или иного параметра, но в целом метод QMDM заставляет стороны анализировать конкретные факты и обстоятельства, связанные с оцениваемым объектом, тщательно придерживаясь соответствующих предпосылок.

Эта глава состоит из трех разделов. Первый представляет собой обстоятельное изложение примеров применения QMDM при оценке неликвидной миноритарной доли собственности с использованием справочника QMDM Companion. Второй раздел включает пять кратко описанных примеров использования QMDM применительно к неликвидным миноритарным долям акционерной собственности с рельефно выраженными различиями в экономических характеристиках. В третьем разделе обсуждается QMDM в контексте недавних изменений в USPAP (Единые стандарты профессиональной практики оценки).

Развернутый пример: QMDM в действии

В этом разделе мы проследим использование QMDM для определения скидки на недостаточную ликвидность гипотетической неликвидной миноритарной доли собственности. Прежде всего, вспомним семь входных параметров модели дисконтированного денежного потока для отдельного акционера, как это показано в *таблице 9.1*.

Учитывая эти входные параметры, мы можем рассмотреть типовую ситуацию оценивания и обосновать соответствующие предпосылки использования QMDM, основанные на конкретных фактах и обстоятельствах, относящихся к оцениваемой компании и к рассматриваемой доле ее собственности. Примем следующие исходные положения:

- оценщик только что завершил оценку рассматриваемой в качестве С-корпорации производственной компании, которая стоит 10,0 млн дол-

Таблица 9.1. Предпосылки модели дисконтированного денежного потока для уровня предприятия и уровня акционера

Предпосылки модели дисконтированного денежного потока для уровня предприятия	Предпосылки модели дисконтированного денежного потока для уровня акционера (QMDM)
1. Прогнозный период	1. Ряд прогнозируемых периодов владения акциями
2. Предполагаемые промежуточные денежные потоки (в течение прогнозного периода)	2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход 2б. Ожидаемый рост распределения прибылей/дивидендного дохода 2в. Периодичность выплат (середина года или конец года)
3. Предполагаемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости за период владения акциями 3б. Премия или скидка к предполагаемой стоимости бизнеса (предприятия)
4. Ставка дисконтирования	4. Область значений требуемой нормы доходности за период владения акциями

ларов, или 1,00 доллар за акцию на уровне стоимости ликвидной миноритарной доли собственности. Компания ожидает на следующий год 1 млн долларов чистой прибыли. Она был оценена исходя из ставки дисконтирования для предприятия, равной 16%, и ожидаемого среднегодового темпа прироста прибыли 6% ($1 млн/(16% – 10%) = $10,0 млн). Собственный капитал компании составляет 6,7 млн долларов (и доходность собственного капитала — 15%). Оценка составляет 10-кратную чистую прибыль и 6-кратную прибыль до вычета налогов;

- компания раз в квартал производит распределение прибылей среди акционеров — 40% в годовом исчислении (предпосылка № 2а). Такая практика сложилась много лет назад, и предполагается, что она будет продолжена. Данная компания не была слишком активной в прошлые годы в том, что касается реинвестирования прибылей для расширения производства, и накопила излишние активы, которые были выплачены в виде особых дивидендов в год оценивания. На ряд последующих лет особые выплаты дивидендов не предвидятся;
- с учетом ожидания, что компания будет накапливать излишние активы, прогнозируемый прирост стоимости (предпосылка № 3а) был оценен в 10% (больше, чем 6% ожидаемого прироста прибылей, но меньше, чем 16% ставки дисконтирования, с поправкой на 4% дивидендного дохода);
- ожидается, что дивиденды будут расти вместе с прибылью примерно на 6% в год (предпосылка № 2б);
- компания предоставляет своим миноритарным акционерам ежегодный финансовый отчет, но, кроме этого, своими финансовыми проблемами с ними никак не делится. Примерно в апреле каждого года появляется аудированный финансовый отчет за прошлый год, заканчивающийся для компании 31 декабря. Никаких объяснений полученным результатам не следует, не обсуждаются и перспективы развития компании в будущем. Оцениваемая доля представляет 20% собственности компании. Пропорциональная часть стоимости предприятия составля-

ет 2 млн долларов, так что это большой пакет акций, который было бы нелегко предложить на продажу (предпосылка № 4). Это самый большой из всех существующих миноритарных пакетов акций компании. Контролирующий акционер владеет 67% акционерного капитала компании, кроме того, есть еще 40 других акционеров. Действует право первого отказа, которое предоставляет компании и другим акционерам возможность приобрести пакет акций по той же цене, которая предлагается добросовестным покупателем со стороны. Это право ограничивает оборот акций на период до 120 дней, пока компания и прочие акционеры принимают свои решения (предпосылка № 4);

- компания относится к отрасли, которая находится в процессе консолидации, и ее можно легко продать (предпосылка № 1). Контролирующему акционеру сейчас 55 лет, и он объявил, что собирается выйти из дела (и продать компанию), когда ему будет около 65 лет (предпосылка № 1). Однако, как полагают знающие его люди, вряд ли следует верить тому, что он когда-либо решится оставить компанию, пока будет жив (предпосылка № 1).

Особые предпосылки модели QMDM для данного примера

Опираясь на эти отмеченные факты и обстоятельства, мы выполним оценку на уровне стоимости неликвидной миноритарной доли собственности, используя модель QMDM. Особые предпосылки модели QMDM для нашего примера суммированы в *таблице 9.2*.

Таблица 9.2. Входные параметры модели QMDM

Предпосылки модели дисконтированного денежного потока для уровня предприятия	Предпосылки модели дисконтированного денежного потока для уровня акционера (QMDM)	Входные параметры модели	
1. Прогнозный период	1. Диапазон прогнозируемых периодов владения акциями (годы)	Нижняя граница Верхняя граница	5 10
2. Предполагаемые промежуточные денежные потоки (в течение прогнозного периода)	2а. Ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход	Дивидендный доход	4,0%
	2б. Ожидаемый рост распределения прибылей/дивидендного дохода	Прирост	6,0%
	2в. Периодичность выплат (середина года или конец года)	Периодичность	Середина года
3. Предполагаемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости за период владения акциями	G_v	10,0%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидка	0,0%
4. Ставка дисконтирования	4. Область значений требуемой нормы доходности за период владения акциями	Нижняя граница Верхняя граница	20,0% 22,0%

Предпосылка № 1 — диапазон значений прогнозируемых периодов владения акциями. Основываясь на всех известных фактах и обстоятельствах, оценщик определяет, что ожидаемый период владения акциями может длиться в широких пределах — от пяти до десяти лет. Это предположение основано на том факте, что контролирующий акционер, по его словам, собирается покинуть дело примерно в эти сроки, но при этом принимается во внимание, что ни один из группы топ-менеджеров не верит, что он именно так и поступит. Далее, учитывается, что отрасль находится в процессе консолидации и компания является одним из привлекательных кандидатов на консолидацию (поглощение или слияние).

Предпосылка № 2а — ожидаемое распределение прибылей/дивидендный доход. Основываясь на существующей дивидендной политике распределения чистой прибыли в 1 млн долларов и нормы выплаты дивидендов в 40%, ожидаемая сумма дивидендов составит 400 000 долларов. Разделив эту сумму на стоимость ликвидной миноритарной доли собственности в 10 млн долларов, получим ожидаемую дивидендную доходность 4,0%.

Предпосылка № 2б — ожидаемый рост распределения прибылей/дивидендного дохода. Основываясь на фактических данных и обсуждениях с представителями менеджмента, можно предположить, что компания будет поддерживать существующую норму выплаты дивидендов и что дивиденды будут расти тем же темпом, что и прибыли, или примерно на 6,0% в год.

Предпосылка № 2в — периодичность выплаты дивидендов (середина года или конец года). Предполагается, что достигнуто соглашение о выплате дивидендов в середине года; что касается предварительного распределения дивидендов, то информацию об этом компания объявляет поквартально.

Предпосылка №3а — рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями. Ожидаемый темп прироста стоимости бизнеса составляет 10%: было принято, что он находится где-то между ожидаемым темпом роста прибылей (исходя из оценки стоимости предприятия) и ставкой дисконтирования, скорректированной с учетом выплаты дивидендов. Заметьте, что это тот случай, когда стоимость по плану будет меньше стоимости бизнеса, соответствующей ставке доходности, поскольку контролирующий акционер рассчитывает реинвестировать нераспределенную прибыль по ставке меньшей, чем ставка дисконтирования. Хотя контролирующий акционер может продать компанию хоть сегодня, он вместо этого решает продолжать руководить ею в относительно более благоприятных условиях. Он также готов испытать некоторый (будущий) ущерб от менее быстрого, чем оптимальный, роста стоимости, пока не продаст компанию или не примет иную философию (систему) управления. Иными словами, контролирующий акционер получит ту же самую ожидаемую доходность, как и миноритарный акционер (10% роста стоимости плюс 4% доход, а не 16%, которая соответствует ставке дисконтирования).

Предпосылка 3б — премия или скидка к стоимости ликвидной доли собственности. Поскольку оценщик проводит необходимые нормализационные корректировки при оценке ликвидной миноритарной доли собственности компании, он полагает, что применительно к этой доле остается мало места для фиксации существенной премии (к ставке дисконтирования) за недостаток контроля сверх ее (доли) оценки стоимости. В нашем случае не пре-

дусмотрены ни премия, ни скидка к стоимости ликвидной миноритарной доли собственности компании.

Предпосылка № 4 — диапазон значений требуемой доходности за период владения акциями. В качестве примера мы представили эту требуемую доходность в таблице 8.10. Базовая требуемая норма доходности за период владения акциями составила 16,5%. Она была получена при оценке стоимости предприятия как ставка дисконтирования собственного (акционерного) капитала компании. Как подробно показано в *таблице 9.3*, требуемая доходность за период владения акциями оценена в 21%, что является средней величиной между 20 и 22%. Конкретные премии за риск на уровне акционера были оценены на основе анализа ситуации, выполненного оценщиком:

- *неопределенность ожидаемого периода владения акциями.* Предполагаемые условия отражают существенную неопределенность относительно длительности ожидаемого периода владения акциями. С учетом влияния этого обстоятельства к показателю требуемой доходности были прибавлены от 1 до 2% применительно к оценкам воздействия отдельных факторов;
- *премия за стоимость приобретения информации.* Разобраться в инвестиционных ситуациях, подобных нашему примеру, достаточно сложно; весьма дорого обходится приобретение необходимой информации. Гипотетические инвесторы не имеют иной возможности возместить эти затраты, кроме повышения уровня ожидаемой доходности. Имея в виду этот фактор, была добавлена премия в 1,0%;
- *затраты на мониторинг ожидаемого периода владения акциями.* Эта компания ежегодно публикует только свой финансовый отчет. Тем не менее инвесторы всегда будут пытаться обсудить отдельные острые проблемы с менеджментом, чтобы узнать как можно больше о текущих делах компании. Нет иного средства возместить неизбежные при этом затраты, кроме увеличения уровня требуемой доходности инвестиций. Премия в 0,5% была добавлена для учета влияния именно этого фактора;
- *корректировка на значительный размер доли собственности.* Доля собственности в долларовом выражении довольно велика. Этот факт не может не повлиять на некоторое сужение круга возможных покупателей; в нем могут оказаться лишь те, кто располагает соответствующими средствами. Такие инвесторы, по-видимому, готовы признать этот факт и принять дополнительный компонент доходности инвестиций. С учетом этого фактора добавляется премия в 0,50—1,00%;
- *права первого отказа (ROFR — Rights of First Refusal), ограничивающие возможности перепродажи (transferability) акций.* В этой компании зафиксировано право первого отказа, которое ограничивает условия ликвидности оцениваемой доли собственности. Ограничения на перепродажу затрудняют поиск будущих покупателей этой доли. С учетом этого фактора добавляется премия от 0,50 до 1,00%;
- специфические для данного инвестора комбинированные факторы риска имеют диапазон от 3,5 до 5,5%, что порождает диапазон значений

требуемой доходности от 20 до 22%, средняя величина — 21%. Вспомним из обсуждений в главе 8, что этот диапазон норм доходности и оцененные премии лежат как раз в области квантификации известных рыночных фактов. Мы используем выявленный диапазон и среднюю величину при нашем обосновании параметров модели QMDM.

В *таблице 9.3* представлен расчет требуемой нормы доходности на период владения акциями (для данного примера).

Таблица 9.3. Расчет требуемой нормы доходности на период владения акциями с использованием скорректированной модели оценки капитальных активов — ACAPM (ставка дисконтирования для уровня отдельного акционера)

	Компоненты нормы доходности в расчете на период владения акциями		Оцененный уровень: Низкий	Оцененный уровень: Высокий	Источник/ Краткое обоснование
1	Доходность долгосрочных гособлигаций к погашению		5.50%	5.50%	
2	Премия Ибботсона к обыкновенным акциям	6.00%			
3	× Рыночный коэффициент бета	1.00			
4	= Скорректированная по коэффициенту бета премия к обыкновенным акциям	6.00%			Как рассчитано в тексте
5	+ Премия для компании малой капитализации	3.00%			
6	+ Специфический риск компании	2.00%			
7	= Общая премия на акцию		11.00%	11.00%	
8	**Требуемая доходность на основной период владения акциями**		16.50%	16.50%	Базовая ставка дисконтирования для акционерного капитала
	Премия (или премии) за риск для конкретного инвестора и данной инвестиции				
9	+ Неопределенность ожидаемого периода владения акциями		1.00%	2.00%	По тексту
10	+ Премия за информацию о затратах на приобретение		1.00%	1.00%	По тексту
11	+ Премия за затраты на мониторинг ожидаемого периода владения акциями		0.50%	0.50%	По тексту
12	+ Корректировка на крупный размер допи собственности		0.50%	1.00%	По тексту
13	+ Право первого отказа при ограниченной возможности реализации акций (ROFR — Rights of First Refusal Limiting Transferability)		0.50%	1.00%	По тексту
14	**Общая премия за риск для инвестора по данной инвестиции**		3.50%	5.50%	Сумма предыдущих строк
15	Примерная оценка требуемой нормы доходности в расчете на ожидаемый период владения акциями		20.00%	22.00%	Ставка дисконтирования для предприятия плюс риски акционера
16	Округленная оценка		20.00%	22.00%	С точностью 0.5%
17	**Средняя оценка нормы доходности для периода владения акциями**			21.0%	Предпосылка № 4 модели QMDM

Результаты применения QMDM

Таблица 9.4 — это часть большой, на целую страницу, таблицы из QMDM Companion, озаглавленной «Выводы из QMDM». Наверху в качестве входных параметров представлены предпосылки, из которых исходит оценщик при обосновании этой модели. Подразумеваемые скидки на недостаточную ликвидность рассчитаны для альтернативных периодов владения акциями. Для справки показан диапазон скидок на недостаточную ликвидность, рассчитанный для диапазона ставок дисконтирования (от 20 до 22%) и для диапазона ожидаемых периодов владения акциями (от пяти до десяти лет). Показано, что оценщик установил, что скидка на недостаток ликвидности составляет 35%.

Таблица 9.4. Результаты применения QMDM: выводы из анализа (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность (QMDM))

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	5
		Нижний	10
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	4.0%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	6.0%
	2в. Временные условия выплаты дивидендов (середина или конец года)	Сроки выплаты	Середина
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_v	10.0%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидка	0.0%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	20.0%
		Высокий	22.0%
	Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)		$1.00

Средние обозначенные скидки для выделяемых периодов владения акциями (ПВА — НР) (рентабельность в средней точке +/– 1%) (%)

Средняя для 2—4-летнего ПВА	15%	Средняя для 5—10-летнего ПВА	32%
Средняя для 5—7-летнего ПВА	27%	Средняя для 10—15-летнего ПВА	45%
Средняя для 8—10-летнего ПВА	37%	Средняя для 15—20-летнего ПВА	54%
Средняя для 10—20-летнего ПВА	49%		
Выведенная скидка на недостаточную ликвидность	**35%**		

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидности													
17.0%	2%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	21%	30%	37%	43%	47%
18.0%	3%	6%	9%	12%	15%	17%	20%	22%	24%	27%	36%	43%	49%	53%
19.0%	4%	8%	11%	15%	18%	21%	24%	26%	29%	31%	42%	49%	54%	58%
20.0%	5%	9%	13%	17%	21%	24%	27%	30%	33%	36%	46%	54%	59%	62%
21.0%	5%	11%	15%	20%	24%	27%	31%	34%	37%	40%	51%	58%	63%	65%
22.0%	6%	12%	17%	22%	26%	31%	34%	38%	41%	44%	55%	61%	66%	68%
23.0%	7%	13%	19%	24%	29%	33%	37%	41%	44%	47%	58%	65%	68%	71%
24.0%	8%	15%	21%	27%	32%	36%	40%	44%	47%	50%	61%	67%	71%	73%
25.0%	8%	16%	23%	29%	34%	39%	43%	47%	50%	53%	64%	70%	73%	74%

PV = 100%

Оценщик применил 35-процентную скидку на недостаточную ликвидность и пришел к выводу, что применительно к оцениваемой неликвидной миноритарной доле собственности цена одной акции составляет 0,65 доллара ($1,00 × 35%). Применив эту оценку стоимости акции к предприятию в целом, получим общую стоимость 6,5 млн долларов на уровне стоимости неликвидной миноритарной доли собственности компании. Таким образом, вывод о стоимости неликвидной доли представляет 3,9-кратную доналоговую прибыль и 6,5-кратную чистую прибыль предприятия. При норме выплаты дивидендов, равной 40%, общая сумма дивидендов составит 400 000 долларов ($1 млн × 40%), что далее приводит к дивидендной доходности для инвестора в неликвидную миноритарную долю в 6,2% ($400 000/$6,5 млн). Основываясь на этих условиях и других сопоставлениях с соответствующими доходами, зафиксированными в отчете об оценке, оценщик формирует вывод о том, что рассчитанные им 35-процентная скидка на недостаточную ликвидность и стоимость 0,65 доллара за одну акцию представляются достаточно правдоподобными.

Применение QMDM в этом примере привело к давным-давно распространенной среди оценщиков стоимости бизнеса скидке в 35% на недостаточную ликвидность. Различия между данным примером QMDM и традиционным сравнительным анализом состоят в следующем:

- каждая предпосылка проводимой в примере оценки возникает на основе учета соответствующих фактов и обстоятельств, свойственных этому примеру, и обосновывается ими;
- используя QMDM, оценщик способен моделировать экономические процессы, связанные с данной инвестицией, с точки зрения гипотетического (или реального) покупателя;
- если факты и обстоятельства меняются ко времени (тогда потребуется новая оценка), то оценщик будет располагать инструментом, который позволит ему отразить эти изменения в своем оценочном заключении на уровне стоимости неликвидной миноритарной доли собственности.

Значение использования моделей дисконтированного денежного потока типа QMDM для уровня отдельного акционера можно легко показать, меняя ту или иную предпосылку. Допустим, возраст акционера — 62 года и он рассчитывает продать компанию или иным способом избавиться от нее (ликвидировать), когда ему будет примерно 65 лет. Предположим теперь, что все остальные аспекты, касающиеся стоимости этой рассматриваемой собственности, остаются неизменными, за исключением того, что ожидаемый период владения акциями теперь сократится с 5—10 лет до 2—4 лет.

В таблице 9.4 показано, что в этом случае диапазон значений скидок на недостаточную ликвидность будет от 9 до 22%. Средняя скидка в этом диапазоне составит 15%, в подобных обстоятельствах эту величину можно считать вполне правдоподобной. Не имея инструмента, подобного QMDM, оценщик не смог бы обоснованно выявить различия между первым и вторым примерами с необходимой уверенностью.

Решение выбирается внутри диапазона

Некоторые оценщики испытывают затруднения, когда приходится выбирать скидку на недостаточную ликвидность внутри диапазона значений, определенных диапазоном характеристик требуемой ставки доходности и диапазоном ожидаемых периодов владения акциями. В нашем примере представлен диапазон скидок на недостаточную ликвидность от 21 до 44%. Здесь уместно привести несколько комментариев:

- **оценка — понятие, основанное на диапазонах отдельных параметров.** Понятие коммерческих переговоров требует соответствующего диапазона предложений. Сделка не состоится, если одна или другая сторона делают предложения, лежащие за пределами диапазо-

на приемлемых для рассмотрения цен (за исключением случаев, когда покупатель настолько неразумен, что предлагает слишком высокие цены, или если продавец устанавливает заведомо низкие цены);

- **заданный диапазон — это подходящий для рассмотрения диапазон значений.** Диапазон скидок был рассчитан на основе относительно доступной информации, учитывает ожидаемые денежные потоки в расчете на акционера за соответствующий период владения акциями и величины этих потоков при подходящем диапазоне значений требуемой доходности инвестиций. Диапазон от 21 до 44% более узок, чем диапазон от 0 до 100%;
- **конечная величина выбрана в рамках соответствующего диапазона.** Внутри выбранного диапазона определена скидка в 35% на недостаточную ликвидность. Выбор 35% основан на специфическом анализе фактов и обстоятельств рассматриваемого примера оценки. Существует недостаточно свидетельств о наступлении момента более раннего возникиовения условия ликвидности; именно поэтому можно выбрать соответствующее значение скидки несколько выше середины диапазона от пяти до десяти лет.

Мы выбрали скидку на недостаток ликвидности 35% для установления первоначального набора предпосылок. Мы сделали этот выбор после тщательного рассмотрения каждой из семи представленных выше предпосылок QMDM. Что еще мы должны сделать, чтобы поддержать обоснованность такого заключения?

Вспомним, что модель дисконтированного денежного потока — это модель нормы доходности. Мы прогнозируем ожидаемые денежные потоки (и темпы их роста) и оцениваем риски получения этих потоков как на уровне предприятия, так и на уровне отдельного акционера. Дисконтирование ожидаемых денежных потоков к настоящему периоду времени позволяет получить приведенную (текущую — PV) стоимость.

Если мы «обернем» модель и начнем ее использование с текущей стоимости (PV), зная ожидаемые денежные потоки, мы можем рассчитать соответствующую им норму доходности. Такой тип анализа называют анализом внутренней нормы доходности (IRR). Главный вопрос обоснования условий использования капиталов, безусловно, состоит в том, насколько ожидаемый от проекта денежный поток оправдает затраты на инвестиции в этот проект. Поэтому компании рассчитывают ожидаемый IRR каждого проекта и сравнивают полученные значения с требуемой нормой доходности, то есть со стоимостью собственного капитала.

Мы можем провести анализ IRR, чтобы оценить приемлемость полученной скидки. Полученная скидка на недостаток ликвидности определяет цену на уровне стоимости неликвидной доли собственности компании. Зная цену и ожидаемые денежные потоки, мы можем рассмотреть те нормы доходности, на которые будут ориентированы инвесторы, приобретающие доли собственности по представленной цене по всему диапазону ожидаемых периодов владения акциями. Кроме того, мы можем, имея ряд скидок на недостаточную ликвидность, проследить соответствующую каждой из них норму доходности.

В *таблице 9.5*, которая является частью таблицы из QMDM Companion, озаглавленной «Выводы из анализа», суммируются результаты такого анализа.

Таблица 9.5. Ожидаемые нормы доходности, которые могут быть реализованы в условиях разных периодов владения акциями, при соответствующих скидках на недостаточную ликвидность (%)

Примененные скидки	1.25% Дополнение к выбранной скидке													
	Последующий период владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
30.0%	64%	38%	30%	26%	23%	22%	21%	20%	19%	19%	17%	16%	15%	15%
31.3%	68%	39%	30%	26%	24%	22%	21%	20%	20%	19%	17%	16%	16%	15%
32.5%	71%	40%	31%	27%	24%	23%	21%	21%	20%	19%	17%	16%	16%	15%
33.8%	74%	42%	32%	28%	25%	23%	22%	21%	20%	20%	18%	17%	16%	15%
35.0%	77%	43%	33%	28%	25%	24%	22%	21%	20%	20%	18%	17%	16%	15%
36.3%	81%	44%	34%	29%	26%	24%	23%	22%	21%	20%	18%	17%	16%	16%
37.5%	85%	46%	35%	30%	27%	25%	23%	22%	21%	20%	18%	17%	16%	16%
38.8%	89%	48%	36%	30%	27%	25%	23%	22%	21%	21%	18%	17%	16%	16%
40.0%	93%	49%	37%	31%	28%	25%	24%	23%	22%	21%	19%	17%	17%	16%

Затемненная область *таблицы 9.5* отражает нормы доходности, которые должны быть достигнуты (ожидается достигнуть) инвестором, который приобрел долю собственности, ориентируясь на выведенную стоимость неликвидной миноритарной доли в течение ожидаемого периода владения акциями от пяти до десяти лет. Являются ли эти ожидаемые результаты разумными с точки зрения рыночной стоимости (или стоимости инвестиции для конкретного инвестора):

- требуемая доходность в диапазоне от 20 до 22% может быть достигнута в промежутке времени от семи до десяти лет. Это представляется разумным, учитывая тот факт, что ликвидность акций вряд ли может быть обеспечена раньше этого периода;
- ожидаемая отдача в 24—25% может быть получена, если действительный период владения акциями составит от пяти до шести лет. Это выше, чем требуемая норма доходности, но есть мало оснований надеяться, что ликвидность будет достигнута уже в начале ожидаемого периода владения акциями;
- если ликвидность была бы достигнута, скажем, в первые два или три года, то могут быть обеспечены достаточно высокие нормы доходности. Однако есть мало свидетельств тому, что подобное может произойти. Если ожидается столь высокая доходность на ранней стадии, то гипотетический продавец запросит более высокую цену (и более низкую, чем 35%, скидку на недостаточную ликвидность);
- что можно сказать о более продолжительных периодах владения акциями? Установление цены со скидкой в 35% на недостаточную ликвидность гарантирует то, что инвесторы получат от 15 до 18% отдачи даже в случае, если ожидаемый период владения акциями продлится до 20 и даже до 30 лет. Хотя этот диапазон значений доходности недостаточен для требуемой (и сложившейся) нормы доходности, тем не менее он обеспечивает защиту от представленных выше рисков для гипотетического покупателя акций;

- наконец, мы отмечаем чувствительность ожидаемых доходов к изменениям цены (с учетом изменения размеров скидки на недостаточную ликвидность):

  — если мы предположим более низкую скидку, допустим 30%, то ожидаемая доходность в течение пяти-, десятилетнего периода владения акциями находится в диапазоне от 19 до 23%. Единственный способ, с помощью которого гипотетический инвестор способен обеспечить для себя требуемый диапазон норм доходности от 20 до 22%, — это рассчитывать на относительно краткий период владения акциями, но факты и обстоятельства не подтверждают, что такая возможность существует;
  — теперь представим себе более высокую скидку на недостаточную ликвидность, например 40%. Ожидаемые нормы доходности за период от пяти до десяти лет составят от 21 до 28%. Хотя результаты таких прогнозов были бы своеобразной оценкой штрафов для гипотетических покупателей доли собственности, это, по-видимому, привело бы к тому, что гипотетические продавцы стали чуть богаче.

QMDM — это метод оценивания, ориентированный на уровень стоимости для отдельного акционера. Рассчитанный диапазон значений скидок на недостаточную ликвидность из *таблицы 9.4* представляет собой реально таблицу чувствительности, позволяющую оценщику или читателю отчета об оценке представлять чувствительность результатов к соответствующим изменениям ключевых предпосылок. И диапазон вытекающих из расчета норм доходности в *таблице 9.5* — это, по существу, другая таблица чувствительности, относящаяся к представленным скидкам на недостаточную ликвидность (в отношении к ценам приобретения) с прогнозируемыми нормами доходности для всего диапазона ожидаемых периодов владения акциями. Оба эти инструмента соответствуют блокам информации QMDM Companion, используемой в этой книге.

На стадии заключительного анализа использование метода QMDM позволяет оценщикам представить важные оценочные суждения относительно инвестиций в неликвидные миноритарные доли собственности, опирающиеся на факты и обстоятельства, сопровождающие каждую ситуацию оценивания. Если предпосылки разумны и тесты на разумность дают положительные результаты, полученные выводы тоже должны быть разумными.

Примеры применения QMDM — краткое описание

Пять сжатых примеров применения QMDM предназначены для характеристики перспектив и возможностей оценщиков использовать модель для последовательного и логичного рассмотрения соответствующих фактов. Мы не пытаемся в этих примерах полностью рассматривать предпосылки этой модели,

скажем лишь то, что они базируются на фактах и обстоятельствах, имманентно присущих каждому примеру. Примеры же эти следующие:

- семейное ограниченное и свободное от долгов партнерство, владеющее землей;
- семейное ограниченное и свободное от долгов партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью, с высоким уровнем распределения прибылей;
- левериджированное семейное ограниченное партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью;
- быстро растущая С-корпорация, не выплачивающая дивидендов;
- зрелая С-корпорация с видами на продажу в скором времени.

Пример № 1. Семейное ограниченное и свободное от долгов партнерство, владеющее землей

В нашем примере ограниченное партнерство, владеющее недвижимостью, располагает и участком земли, стоимость которого, по определению оценщика недвижимости, будет расти в дальнейшем на 6% в год. Ожидаемый период владения акциями довольно продолжителен — от восьми до десяти лет. Ликвидность, по-видимому, наступит тогда, когда на участке начнется строительство. Оценщик определил, что требуемая норма доходности на период владения акциями в 20% вполне приемлема. Эта норма принята с учетом некоторых ограничительных условий соглашения о партнерстве. Собственность генерирует как раз достаточные денежные потоки для возмещения ожидаемых расходов, и дивиденды в партнерстве не выплачиваются. Результаты расчетов по QMDM для этого примера (нелевериджированное ограниченное семейное партнерство, главный актив — недвижимость) показаны в *таблице 9.6*.

С учетом указанных предпосылок средняя величина скидки на недостаточную ликвидность для ожидаемого периода владения акциями от восьми до десяти лет составляет 64%. Оценщик пришел к выводу, что приемлемая скидка должна быть 65%. Такая скидка соответствовала бы инвестиции с представленными в таблице характеристиками. Это очень большая скидка в сравнении с приводимыми в исследованиях средними и медианными скидками для ограниченных акций (хотя она вполне укладывается в диапазон скидок, установленных в результате этих исследований).

Используемая в примере скидка на недостаток ликвидности 65% достаточно высока, однако столь высокое ее значение объясняется специфическими причинами. Будущие инвесторы встречаются здесь с довольно продолжительным (от восьми до десяти лет) ожидаемым периодом владения акциями без каких-либо промежуточных денежных потоков.

Рассматривая эту проблему более широко, мы можем рассмотреть и иной набор предпосылок. Из *таблицы 9.6* видно, что подходящей скидкой на недостаток ликвидности для периода владения акциями длительностью от двух до четырех лет были бы примерно 25%. Как показывает этот простой пример, оценщики не могут игнорировать перспективу ожидаемого периода владения

акциями или потенциал роста изменения стоимости лежащих в основе бизнеса активов, оценивая неликвидные миноритарные доли собственности компаний, бизнес которых сосредоточен на владении активами с целью последующей их перепродажи.

Таблица 9.6. Результаты первого примера применения QMDM: выводы из анализа (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность (QMDM))

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	8
		Нижний	10
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	0.0%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	0.0%
	2в. Временные условия выплаты дивидендов (середина или конец года)	Сроки выплаты	Конец года
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_v	6.0%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидка	11.1%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	19.0%
		Высокий	21.0%
Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)			$1.00

Средние обозначенные скидки для выделяемых периодов владения акциями (ПВА — НР) (рентабельность в средней точке +/– 1%) (%)

Средняя для 2—4-летнего ПВА	23%	Средняя для 5—10-летнего ПВА	55%
Средняя для 5—7-летнего ПВА	47%	Средняя для 10—15-летнего ПВА	75%
Средняя для 8—10-летнего ПВА	63%	Средняя для 15—20-летнего ПВА	87%
Средняя для 10—20-летнего ПВА	80%		
Выведенная скидка на недостаточную ликвидность	**65%**		

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидности (%)													
16.0%	-	7%	15%	23%	29%	35%	41%	46%	51%	55%	71%	82%	88%	93%
17.0%	-	9%	17%	25%	32%	39%	44%	50%	54%	59%	75%	85%	91%	94%
18.0%	0%	10%	19%	28%	35%	42%	48%	53%	58%	62%	78%	87%	92%	96%
19.0%	1%	12%	21%	30%	38%	44%	51%	56%	61%	65%	80%	89%	94%	97%
20.0%	2%	13%	23%	32%	40%	47%	53%	59%	64%	68%	83%	91%	95%	97%
21.0%	3%	15%	25%	35%	43%	50%	56%	61%	66%	70%	85%	92%	96%	98%
22.0%	3%	16%	27%	37%	45%	52%	58%	64%	69%	73%	87%	93%	97%	98%
23.0%	4%	17%	29%	39%	47%	54%	61%	66%	71%	75%	88%	94%	97%	99%
24.0%	5%	19%	31%	41%	49%	57%	63%	68%	73%	77%	89%	95%	98%	99%

PV = 100%

Пример № 2. Семейное ограниченное и свободное от долгов (нелевериджированное) партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью, с высоким уровнем распределения прибылей

В нашем втором примере семейное ограниченное партнерство владеет привлекательным, заботливо поддерживаемым, хорошо заселенным съемщиками доходным домом. Специалисты по оценке недвижимости считают, что стоимость этой собственности будет расти темпом примерно 3—4% в год. Партнеры получают 10% прибыли, распределяемой ежегодно (в соответствии со стоимостью), и рост платы за жилье говорит о том, что суммы распределяемых прибылей бу-

дут расти на 3—4% в год. Так продолжалось прежде много лет, и ожидается, что эти тенденции сохранятся и в будущем. Исходя из условий семейной собственности, а также с учетом долговременных планов семьи ожидаемый период владения акциями компании оценивается в 10—15 лет. Требуемая норма доходности в 17% относительно низкая. Это объясняется высоким уровнем и предсказуемостью сумм распределения прибылей. Результаты расчетов по модели QMDM для этого случая (нелевериджированное ограниченное семейное партнерство, главный актив — недвижимость) продемонстрированы в *таблице 9.7*.

Таблица 9.7. Результаты второго примера применения QMDM: выводы из анализа (количественная модель расчета скидки на недостаточную реализуемость (QMDM))

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	10
		Нижний	16
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	10.0%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	3.5%
	2в. Временные условия выплаты дивидендов (серединв или конец года)	Сроки выплаты	Середина
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_V	3.5%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидка	0.0%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	16.0%
		Высокий	18.0%
Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)			$1.00

Средние обозначенные скидки для выделяемых периодов владения акциями (ПВА — НР) (рентабельность в средней точке +/– 1%) (%)

Средняя для 2—4-летнего ПВА	6%	Средняя для 5—10-летнего ПВА	12%
Средняя для 5—7-летнего ПВА	10%	Средняя для 10—15-летнего ПВА	15%
Средняя для 8—10-летнего ПВА	13%	Средняя для 15—20-летнего ПВА	17%
Средняя для 10—20-летнего ПВА	16%		
Выведенная скидка на недостаточную ликвидность	15%		

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидности (%)													
13.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
14.0%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
15.0%	1%	1%	2%	2%	3%	3%	4%	4%	4%	4%	5%	6%	6%	6%
16.0%	1%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	9%	9%	11%	12%	13%	13%
17.0%	2%	4%	6%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	17%	18%	19%	19%
18.0%	3%	6%	8%	10%	12%	14%	15%	16%	17%	18%	22%	23%	24%	25%
19.0%	4%	7%	10%	13%	15%	17%	18%	20%	21%	22%	26%	28%	29%	29%
20.0%	5%	9%	12%	15%	18%	20%	22%	23%	25%	26%	30%	32%	33%	33%
21.0%	5%	10%	14%	17%	20%	23%	25%	26%	28%	29%	34%	36%	36%	37%

PV = 100%

С учетом указанных предпосылок представленные диапазоны скидок на недостаточную ликвидность отражают диапазон требуемых норм доходности от 16 до 18% и ожидаемый период владения акциями от 10 до 15 лет. Рассчитанный диапазон составил от 9 до 22%. В рамках этого диапазона оценщик выбрал среднюю величину, то есть 15%, как приемлемую скидку на недостаточную ликвидность. Здесь вполне очевидно существеиное влияние условия выплаты промежуточных денежных потоков по сравнению с примером № 1.

Интересно, что пример № 2 отражает предпосылки и выводы, сделанные с применением метода QMDM одним оценщиком в связи с делом о наследстве Weinberg[1]. Суд установил, что скидка должна составлять 20%. В своем решении суд указал на то, что малозначительные изменения в предпосылках при использовании QMDM могут привести к существенным изменениям получаемых конечных результатов, что было некоторыми оценено как критика модели. Однако это указание суда следует рассматривать как предупреждение против использования неадекватно обоснованных предпосылок в любых моделях дисконтированного денежного потока (как на уровне стоимости предприятия, так и на уровне акционера).

Пример № 3. Левериджированное семейное ограниченное партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью

Семейное ограниченное партнерство в этом примере владеет таким же привлекательным, тщательно ухоженным и полностью заселенным съемщиком доходным домом, как и в предыдущем примере. В этом случае, однако, имеется договор об ипотеке с выплаченным основным долгом (принципалом) в 50% стоимости дома. После платежей по обслуживанию долга остающийся денежный поток, доступный для распределения среди партнеров, представляет 3,5% доходности ликвидной миноритарной доли собственности партнерства. Прогнозируемый рост денежных потоков от собственности по сравнению с фиксированными выплатами долга приводит к существенному ожидаемому росту чистых денежных потоков, доступных для распределения, примерно на 16,5%. Конечным результатом является значительный рост распределяемой прибыли. Финансовый рычаг (леверидж) повышает также ожидаемый темп прироста стоимости компании до 10%, в сравнении с ожидаемым ростом стоимости лежащей в основе бизнеса собственности в 3,5%. Финансовый рычаг увеличивает риск, и потому, например, требуемая норма доходности на период владения акциями предполагается в диапазоне от 18,0 до 20,0%. Результаты расчетов по модели QMDM для этого примера (левериджированное ограниченное семейное партнерство, главный актив — коммерческая недвижимость, обеспечивающая денежные потоки) демонстрируются в *таблице 9.8*.

С учетом указанных предпосылок подходящая скидка на недостаточную ликвидность для 10—15-летнего периода владения акциями составляет примерно 25%. Если сравнить с примером № 2, то отдача инвестиций для миноритарных инвесторов реализуется в значительной мере благодаря росту стоимо-

[1] *Estate of Etta H. Weinberg, et al.*, v. Commissioner, T.C.Memo. 2000-51. В деле Weinberg суд произвел гипотетические расчеты и увеличил оценку ожидаемого периода владения акциями на пять лет с 10—15 лет до 15—20 лет. Повысил суд и ставку дисконтирования на 3%. Сочетание этих изменений должно было увеличить рассчитанную скидку на недостаточную ликвидность с 15% (использованную одним из оценщиков) до 30%. Значительные изменения в количественных изменениях предпосылок, относившихся к дисконтированному денежному потоку, привели к существенным изменениям конечных результатов. См. также: Mercer Capital's E-Law Newsletter 2000-03 & 04, Weinberg et al. v. Commissioner — It's not About the Marketability Discount, March 13, 2000 (*www.mercercapital.com*), а также: It's not about Marketability, It's about Minority Interest,, Valuation Strategies, July/August 2000.

сти капитала, а не последовательных распределений прибыли, что обеспечивает увеличенную скидку. Такой результат соответствует рыночным данным из издания Partnership Profiles, которые обсуждались в главе 8.

Таблица 9.8. Результаты третьего примера применения QMDM: выводы из анализа (количественная модель расчета скидки на недостаточную реализуемость (QMDM))

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	10
		Нижний	15
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	3.5%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	16.5%
	2в. Временные условия выплаты дивидендов (середина или конец года)	Сроки выплаты	Середина
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_v	10.0%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидка	0.0%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	18.0%
		Высокий	20.0%
Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)			$1.00

Средние обозначенные скидки для выделяемых периодов владения акциями (ПВА — НР) (рентабельность в средней точке +/– 1%) (%)

Средняя для 2—4-летнего ПВА	11%	Средняя для 5—10-летнего ПВА	22%
Средняя для 5—7-летнего ПВА	19%	Средняя для 10—15-летнего ПВА	26%
Средняя для 8—10-летнего ПВА	24%	Средняя для 15—20-летнего ПВА	27%
Средняя для 10—20-летнего ПВА	26%		
Выведенная скидка на недостаточную ликвидность	25%		

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидности (%)													
15.0%	1%	2%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	2%	1%	-	-	-	-
16.0%	2%	4%	5%	6%	7%	8%	8%	8%	8%	8%	5%	-	-	-
17.0%	3%	5%	7%	9%	11%	12%	13%	13%	14%	14%	13%	9%	2%	-
18.0%	4%	7%	9%	12%	14%	16%	17%	18%	19%	20%	21%	18%	13%	7%
19.0%	4%	8%	12%	15%	17%	19%	21%	23%	24%	25%	28%	26%	23%	19%
20.0%	5%	10%	14%	17%	20%	23%	25%	27%	29%	30%	34%	34%	31%	28%
21.0%	6%	11%	16%	20%	23%	26%	29%	31%	33%	34%	39%	40%	38%	36%
22.0%	7%	13%	18%	22%	26%	29%	32%	35%	37%	39%	44%	45%	44%	43%
23.0%	7%	14%	19%	24%	29%	32%	35%	38%	40%	42%	48%	50%	50%	48%

PV = 100%

Пример № 4. Быстрорастущая С-корпорация, не выплачивающая дивидендов

Рассматриваемое в нашем следующем примере предприятие — это быстрорастущая С-корпорация с доходом 50 млн долларов и долей чистой прибыли в 10%. Компания хорошо управляется, действует в расширяющейся отрасли обслуживания. Менеджеры считают, что они способны поддерживать уровень прибыли по мере роста поступлений доходов. Все прибыли реинвестируются в компанию для финансирования ее роста, и есть все основания надеяться на 15% ежегодного роста стоимости в течение следующих десяти лет или более. Менеджмент намерен продолжать расширение компании. Но если контроли-

рующим акционерам потребуются денежные средства, то возможна ее продажа или даже IPO в течение десятилетия. Однако никто не ждет продажи в ближайшей перспективе. Требуемая норма доходности в 20% на ожидаемый период владения акциями учитывает премию к принятой для предприятия ставке дисконтирования, которая отражает многочисленные неопределенности и риски неликвидной миноритарной доли собственности сверх общих рисков компании в целом. Оценщик определил, что период владения акциями должен быть в диапазоне от пяти до десяти лет. Результаты расчетов по модели QMDM для этого примера (С-корпорация, быстрый рост, отсутствует распределение прибылей) представлены в *таблице 9.9*.

Таблица 9.9. Результаты четвертого примера применения QMDM: выводы из анализа (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность (QMDM))

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	5
		Нижний	10
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	0.0%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	0.0%
	2в. Временныв условия выплаты дивидендов (середина или конец года)	Сроки выплаты	Конец года
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_v	15.0%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидкв	0.0%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	19.0%
		Высокий	21.0%
Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)			$1.00

Средние обозначенные скидки для выделяемых периодов владения акциями (ПВА — НР) (рентабельность в средней точке +/– 1%) (%)

Средняя для 2—4-летнего ПВА	12%	Средняя для 5—10-летнего ПВА	27%
Средняя для 5—7-летнего ПВА	22%	Средняя для 10—15-летнего ПВА	41%
Средняя для 8—10-летнего ПВА	32%	Средняя для 15—20-летнего ПВА	52%
Средняя для 10—20-летнего ПВА	46%		
Выведенная скидка на недостаточную ликвидность	27%		

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидиости (%)													
16.0%	1%	2%	3%	3%	4%	5%	6%	7%	7%	8%	12%	16%	19%	23%
17.0%	2%	3%	5%	7%	8%	10%	11%	13%	14%	16%	23%	29%	35%	40%
18.0%	3%	5%	7%	10%	12%	14%	16%	19%	21%	23%	32%	40%	47%	54%
19.0%	3%	7%	10%	13%	**16%**	**19%**	**21%**	**24%**	**26%**	**29%**	40%	50%	57%	64%
20.0%	4%	8%	12%	16%	**19%**	**23%**	**26%**	**29%**	**32%**	**35%**	47%	57%	65%	72%
21.0%	5%	10%	14%	18%	**22%**	**26%**	**30%**	**33%**	**37%**	**40%**	53%	64%	72%	78%
22.0%	6%	11%	16%	21%	26%	30%	34%	38%	41%	45%	59%	69%	77%	83%
23.0%	7%	13%	18%	24%	29%	33%	38%	42%	45%	49%	64%	74%	81%	87%
24.0%	7%	14%	20%	26%	31%	36%	41%	45%	49%	53%	68%	78%	85%	90%

PV = 100%

При указанных предпосылках для примера № 4 оценщик определяет, что скидка на недостаточную ликвидность должна составить 27%, что является средней величиной значений расчетных скидок для ожидаемого периода владения акциями продолжительностью от пяти до десяти лет. Поскольку не ожидается, что компания будет выплачивать дивиденды, миноритарный акционер может

рассчитывать на существенное увеличение стоимости капитала и вполне возможное в будущем увеличение ликвидности его акций. Представленный диапазон скидок достаточно широк, но вполне реален. В рамках этого диапазона оценщик определяет наиболее подходящую скидку точно так же, как реальный инвестор определяет цену за приобретаемый бизнес, которую ему предстоит уплатить, основываясь на всех (известных ему) фактах и обстоятельствах.

Пример № 5. Зрелая С-корпорация с видами на продажу в скором времени

Последний пример описывает зрелую компанию, действующую в отрасли с циклическим производством. Этот пример (С-корпорация, зрелая компания с видами на продажу в скором времени) отражен в *таблице 9.10*. Компания выплачивает дивиденды, равные 5% стоимости ликвидной миноритарной доли собственности, и ожидаемый темп прироста стоимости составляет 7,5% в год. Ожидается, что тем же темпом будут расти и дивиденды.

Таблица 9.10. Результаты пятого примера применения QMDM: выводы из анализа (количественная модель расчета скидки на недостаточную ликвидность (QMDM))

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	8
		Нижний	10
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	5.0%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	7.5%
	2в. Временные условия выплаты дивидендов (середина или конец года)	Сроки выплаты	Конец года
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3в. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_v	7.5%
	3б. Премия или скидка к пиквидной стоимости	Премия/скидка	0.0%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	20.0%
		Высокий	22.0%
Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)			$1.00

Средние обозначенные скидки для выделяемых периодов владения акциями (ПВА — НР) (рентабельность в средней точке +/– 1%) (%)

Средняя для 2—4-летнего ПВА	19%	Средняя для 5—10-летнего ПВА	36%
Средняя для 5—7-летнего ПВА	32%	Средняя для 10—15-летнего ПВА	48%
Средняя для 8—10-летнего ПВА	41%	Средняя для 15—20-летнего ПВА	55%
Средняя для 10—20-летнего ПВА	51%		
Выведенная скидка на недостаточную ликвидность	25%		

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидности (%)													
17.0%	4%	7%	11%	14%	16%	19%	21%	23%	25%	27%	34%	39%	42%	44%
18.0%	5%	9%	13%	16%	20%	22%	25%	28%	30%	32%	39%	44%	47%	49%
19.0%	5%	10%	15%	19%	23%	26%	29%	31%	34%	36%	44%	49%	52%	54%
20.0%	6%	12%	17%	21%	25%	29%	32%	35%	38%	40%	48%	53%	56%	58%
21.0%	7%	13%	19%	24%	28%	32%	35%	39%	41%	44%	52%	57%	60%	61%
22.0%	8%	15%	21%	26%	31%	35%	38%	42%	45%	47%	56%	60%	63%	64%
23.0%	9%	16%	23%	28%	33%	38%	41%	45%	48%	50%	59%	63%	65%	67%
24.0%	9%	17%	24%	30%	36%	40%	44%	47%	50%	53%	62%	66%	68%	69%
25.0%	10%	19%	26%	32%	38%	43%	47%	50%	53%	56%	64%	68%	70%	71%

PV = 100%

Общая ситуация в отрасли подсказывает, что в следующие два года или примерно в это время возможен пик деловой цикличности, и мажоритарный акционер принимает решение продать компанию именно в этот период, разумеется, если найдется покупатель, который предложит достаточно привлекательные цены и условия сделки. Если такой сценарий не удастся реализовать в следующие два-четыре года, «окно» возможностей для такой сделки, скорее всего, закроется до следующего пика отраслевого цикла. Требуемая норма доходности при этом возрастает до 21%, что объясняется такой особой неопределенностью, характеризующей ожидаемый период владения акциями.

Основываясь на анализе этой конкретной ситуации, оценщик решает рассмотреть два отдельных периода владения акциями. Первый — от двух до четырех лет после даты оценки — предполагает сравнительно быструю продажу бизнеса. Второй — от восьми до десяти лет — может возникнуть в том случае, если возможность скорой продажи в течение предстоящего делового цикла будет упущена, а владелец контрольного пакета акций решит переждать с продажей до следующего типа циклического развития бизнеса. Оценщик понимает, что может реализоваться либо тот, либо другой из двух сценариев, причем с разной вероятностью.

Более короткий период владения акциями порождает скидки на недостаточную реализуемость в диапазоне от 12 до 26%. В рамках этого диапазона оценщик выбрал как наиболее подходящую скидку в 12%. Он полагает, что если продажа произойдет, то это случится в начале выделенного периода владения акциями. Более долгому периоду владения акциями соответствуют скидки на недостаточную ликвидность в диапазоне от 35 до 47%. В рамках этого диапазона оценщик решает, что наиболее подходящая скидка равняется 40%. Разумеется, вопрос состоит в том, как согласовать эти два столь разных решения.

В такой ситуации оценщик должен принять точно такое же решение, которое принимает инвестор, делая выбор между двумя инвестициями, которые могут привести к двум совершенно разным результатам. Пытаясь установить баланс между решением мажоритарного акционера продать в скором времени компанию и требованием осуществить такую продажу на выгодных условиях, оценщик полагает, что короткий период владения акциями представляется более вероятным, чем долгий период. И он решает, что применительно к этому выбору наиболее подходящей будет скидка в 25%.

В этом случае оценщик пытается воспроизвести, симулировать (гипотетические) переговоры между гипотетическими покупателями и продавцами, стремящимися совершить сделку. Очевидно, что продавец желает получить более низкую скидку и более высокую цену, тогда как покупатель стремится добиться более высокой скидки и относительно более низкой цены. Согласующим элементом в переговорах здесь могло бы быть определение вероятности ожидаемых норм доходности применительно к обоим описанным сценариям. Лучшим инструментом для оценки этой гипотетически неопределенной ситуации является формальный анализ доходности, обоснованный нами в QMDM Companion и представленный в виде *таблицы 9.11*.

Предполагается, что гипотетический продавец требует скидку в 15% (отсюда и более высокая цена), соответствующую более короткому периоду владения акциями. С другой стороны, гипотетический покупатель утверждает, что это для

него это слишком дорого. Не существует такой надбавки (премии) к требуемой норме доходности, находящейся в диапазоне 20—22%, которая соответствовала бы более существенному увеличению периода владения акциями по сравнению с периодом от двух до четырех лет (как видно в показанной, незатененной области *таблицы 9.10*, для 15-процентной скидки на недостаточную ликвидность).

Таблица 9.11. Анализ потенциально реализуемых норм рентабельности (ожидаемые нормы доходности для различных периодов владения акциями при выбранных скидках на недостаточную ликвидность)

2.50%	Дополнение к выбранной скидке													
	Периоды владения акциями (годы)													
Примененные скидки	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
15.0%	32%	22%	19%	18%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	14%	14%	14%	14%
17.5%	36%	24%	20%	18%	17%	17%	16%	16%	15%	15%	15%	14%	14%	14%
20.0%	41%	26%	22%	19%	18%	17%	17%	16%	16%	16%	15%	14%	14%	14%
22.5%	45%	28%	23%	20%	19%	18%	17%	17%	16%	16%	15%	15%	14%	14%
25.0%	50%	30%	24%	22%	20%	19%	18%	17%	17%	17%	16%	15%	15%	15%
27.5%	55%	33%	26%	23%	21%	20%	19%	18%	17%	17%	16%	15%	15%	15%
30.0%	61%	35%	27%	24%	22%	20%	19%	19%	18%	18%	16%	16%	15%	15%
32.5%	67%	38%	29%	25%	23%	21%	20%	19%	19%	18%	17%	16%	16%	15%
35.0%	73%	40%	31%	26%	24%	22%	21%	20%	19%	19%	17%	16%	16%	16%

Далее гипотетический покупатель требует скидки от 35 до 40% на недостаточную ликвидность, ссылаясь на риск более долгого периода владения акциями. Гипотетический продавец возражает, утверждая, что в случае скорой продажи это было бы слишком значительной надбавкой к норме доходности и слишком малым «штрафом» для нормы доходности при более длительном периоде владения акциями. Обратите внимание на показанную незатененную часть таблицы с предполагаемой скидкой за недостаточную ликвидность в 35%, которая могла бы соответствовать норме доходности от 31 до 40%, если продажа состоится в течение двух или трех лет.

Оценщик пришел к выводу, что гипотетические покупатели и продавцы будут согласны заключить сделку при компромиссной скидке на недостаточную ликвидность в размере 25%.

Без модели QMDM было бы очень сложно, устанавливая скидку на недостаточную ликвидность, содержательно и достоверно рассмотреть другие фактические характеристики подобной ситуации.

Обобщение приведенных примеров

Пять приведенных примеров иллюстрируют кардинально различающиеся инвестиции в миноритарные доли собственности частных предприятий. Применяемые скидки сгруппированы в *таблице 9.12*.

Хотя средняя величина скидки для пяти примеров (31%) близка к широко известному по литературе значению скидки, применение этого показателя к любому из приведенных примеров могло бы привести или к слишком высокой, или, напротив, к слишком низкой скидке, причем такое превышение-занижение могло бы быть весьма существенным. Из обширного ряда возможных инвестиционных ситуаций, представленных в пяти примерах, должно быть ясно, что метод QMDM в рамках доходного подхода является достаточно приемле-

мым методом оценивания стоимости бизнеса. QMDM создает удовлетворительную информационную основу для применения этого метода.

Таблица 9.12. Обобщение примеров QMDM

Описание примера	Полученная скидка (%)
1. Семейное ограниченное и свободное от долгов (не левериджированное) партнерство, владеющее землей	65
2. Семейное ограниченное и свободное от долгов партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью, с высоким уровнем распределения прибылей	15
3. Левериджированное семейное ограниченное партнерство, владеющее коммерческой недвижимостью	25
4. Быстро растущая С-корпорация, не выплачивающая дивидендов	27
5. Зрелая С-корпорация с видами на продажу в скором времени	25
Средняя скидка	**31**

Единые стандарты профессиональной практики оценки (USPAP) и QMDM

Единые стандарты профессиональной практики оценки (USPAP) регулярно обновляются Советом по стандартам оценивания Фонда оценки[2]. USPAP широко распространены и приняты не только в США, но и в нескольких других странах. Поэтому оценщики стоимости бизнеса, ориентированные на эти стандарты, должны быть хорошо знакомы со стандартами вообще, стандартами бизнеса в особенности и с тем, как изменения в USPAP могут повлиять на оценочные расчеты.

USPAP 2006 содержат два новых указания, относящихся именно к оценке неликвидных миноритарных долей собственности хозяйственных единиц.

Указание стандарта 9-4(c) гласит: *«Если это необходимо для получения достоверных результатов оценки, оценщик должен проанализировать влияние на величину стоимости (если таковое возникает), оказываемое соглашениями о скупке и повторной продаже акций, опционами, условиями продажи ограниченных акций, ограничениями устава корпорации или пунктами соглашения о партнерстве, а также воздействием аналогичных факторов, способных воздействовать на стоимость бизнеса».*

В **Указании стандарта 9(d)** говорится: *«Если это необходимо для получения достоверных результатов оценки, оценщик должен проанализировать влияние на стоимость (если таковое возникает) той степени, в которой оцениваемая доля собственности содержит элементы контроля над собственностью и является реализуемой и/или ликвидной».*

Эти новые статьи важны для оценщиков бизнеса, поскольку представляют дополнительные требования к оценщикам, которые прежде не содержались в стандартах. И эти требования весьма конкретны по своему содержанию.

[2] Uniform Standards of Professional Appraisal Practice 2006 (Washington, D.C., Appraisal Standards Board, Appraisal Foundation, 2006). На русском языке см. издание 2005 года: «Единые стандарты профессиональной практики оценки 2005» (переводчик — Л.И. Лопатников, научный редактор — В.М. Рутгайзер. М.: Квинто-Консалтинг, 2005) (*Прим. научн. ред.*).

Начало каждого пункта звучит одинаково: «Если это необходимо для получения достоверных результатов оценки, оценщик должен проанализировать влияние на стоимость (если таковое возникает), оказываемое...». В той мере, в какой существуют указанные условия, они могут оказывать влияние на стоимость оцениваемой доли собственности. Оценщики не могут адекватно выполнять эти требования, просто заявляя: «По моему мнению, влияния на стоимость эти условия не оказывают». Стандарты требуют анализа их воздействия на стоимость.

Вопрос состоит в том, каким образом может оценщик анализировать влияние на стоимость приобретения и повторной продажи акций, соглашений об ограниченных акциях, а также условий ликвидности и контроля. К счастью, в USPAP 2006 содержится комментарий, который является обязательной частью стандарта, непосредственно следующей за Указанием стандарта 9-4(d): «Оценщик должен анализировать влияние таких условий, как период владения акциями, промежуточные выплаты акционерам, а также трудности и затраты, связанные с маркетингом оцениваемой доли собственности.

Доля собственности в фирме (предприятии) по стоимости не обязательно пропорциональна соответствующей стоимости фирмы (предприятия) в целом. Наоборот, стоимость фирмы (предприятия) не обязательно выводится из стоимости частичной доли путем прямой математической экстраполяции (см. издание USPAP на русском языке, с. 74. — *Прим. перев.*). Характеристики степени контроля, условия реализуемости и/или ликвидности или их отсутствие зависят от широкого круга фактов и обстоятельств, которые должны, соответственно, анализироваться оценщиком». (Строки, обозначенные курсивом, имеются в издании USPAP 2005; все остальное появилось в издании 2006 года.)

Давайте рассмотрим принципиально новые требования USPAP 2006 в свете Количественной модели оценки скидки на недостаточную ликвидность (QMDM). Надо во всем разобраться последовательно с самого начала. Авторы поправок 2006 года в USPAP вовсе не поддерживают QMDM или какую-либо иную количественную модель нормы доходности для расчета скидок на недостаточную ликвидность. Однако их призыв к здравому смыслу при рассмотрении факторов, влияющих на стоимость неликвидных долей собственности, полностью согласуется с условиями использования QMDM.

В комментарии приводятся три фактора, которые должны анализироваться в контексте Указания стандарта 9-4(d), а именно: период владения акциями, промежуточные выплаты, а также трудности и затраты маркетинга оцениваемой доли собственности. Кроме того, Указание стандарта 9-4(c) требует анализа условий приобретения последующей продажи акций, соглашений об опционах, соглашений об ограниченных акциях, ограничительных пунктов корпоративных уставов или соглашений о партнерстве и иных аналогичных характеристик или факторов (или если говорить в целом — ограничений на оборот акций). Теперь мы рассмотрим каждый из этих элементов в контексте QMDM.

Период владения акциями. Период владения акциями соответствует исходной предпосылке QMDM об ожидаемом периоде владения акциями. Инвесторы в неликвидные доли собственности заинтересованы в том, чтобы иметь возможность впоследствии продать свои акции и получить прибыль. Инвесторы принимают то условие, что они не могут хоть с какой-нибудь определенной

уверенностью знать точную продолжительность ожидаемого периода владения акциями, но их инвестиционные решения основываются на выделении ряда возможных временны́х характеристик владения акциями, причем с учетом их собственного информированного суждения. Часть *таблицы 9.4* воспроизведена в *таблице 9.13*, чтобы продемонстрировать «влияние на стоимость, если таковое возникает, оказываемое...» ожидаемым периодом владения акциями.

Таблица 9.13. Анализ влияния периода владения акциями на стоимость

Предпосылки метода ДДП на уровне предприятия	Входные параметры ДДП на уровне акционера QMDM	Входные характеристики модели	
1. Период прогнозирования	1. Диапазон ожидаемых периодов владения акциями (годы)	Верхний	5
		Нижний	10
2. Прогнозируемые промежуточные денежные потоки (на протяжении прогнозного периода)	2а. Прогнозируемое распределение или дивидендный доход	Дивидендный доход	4.0%
	2б. Прогнозируемый рост распределения к дивидендному доходу	Рост	6.0%
	2в. Временные условия выплаты дивидендов (середина или конец года)	Сроки выплаты	Середина
3. Прогнозируемая терминальная стоимость (в конце прогнозного периода)	3а. Рост стоимости бизнеса в течение периода владения акциями	G_v	10.0%
	3б. Премия или скидка к ликвидной стоимости	Премия/скидка	0.0%
4. Ставка дисконтирования	4. Диапазон требуемых ставок дисконтирования на период владения акциями	Низкий (уровень)	20.0%
		Высокий	22.0%
Базовая стоимость (ликвидная миноритарная доля собственности)			$1.00

Выведенная скидка на недостаточную ликвидность 35%

Требуемая норма доходности на период владения акциями (годовая)	Предполагаемые периоды владения акциями (годы)													
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	15	20	25	30
	Вычисленные скидки на недостаток ликвидности (%)													
17.0%	2%	5%	7%	9%	11%	13%	15%	17%	19%	21%	30%	37%	43%	47%
18.0%	3%	6%	9%	12%	15%	17%	20%	22%	24%	27%	36%	43%	49%	53%
19.0%	4%	8%	11%	15%	18%	21%	24%	26%	29%	31%	42%	49%	54%	58%
20.0%	5%	9%	13%	17%	21%	24%	27%	30%	33%	36%	46%	54%	59%	62%
21.0%	5%	11%	15%	20%	24%	27%	31%	34%	37%	40%	51%	58%	63%	65%
22.0%	6%	12%	17%	22%	26%	31%	34%	38%	41%	44%	55%	61%	66%	68%
23.0%	7%	13%	19%	24%	29%	33%	37%	41%	44%	47%	58%	65%	68%	71%
24.0%	8%	15%	21%	27%	32%	36%	40%	44%	47%	50%	61%	67%	71%	73%
25.0%	8%	16%	23%	29%	34%	39%	43%	47%	50%	53%	64%	70%	73%	74%

PV = 100%

Воздействие изменений в продолжительности периода владения акциями на стоимость вполне очевидно. Зная предпосылки QMDM, отраженные в верхней части таблицы, мы видим, что когда ожидаемый период владения акциями увеличивается, то возрастает и скидка на недостаток ликвидности, уменьшающая стоимость соответствующей доли. Собственные качественные же сравнения совершенно недостаточны для проведения такого анализа.

Промежуточные выплаты. Промежуточные выплаты — это ожидаемые распределения прибылей и выплаты дивидендов, учитываемые в модели QMDM. В таблице прогнозируется, что выплаты, равные 4,0-процентному эквиваленту дивидендного дохода С-корпорации, будут расти темпом 6% в год. Прогнозируемый поток выплат включает промежуточные выплаты, обсуждаемые в USPAP 2006. Можем ли мы анализировать «влияние на стоимость, если оно имеется...» в промежуточных выплатах? При указанных предпосылках скидка на недостаточную ликвидность для восьмилетнего периода владения акциями и 21-процентной нормы доходности для этого периода составляет

34%, что почти совпадает с выведенным в таблице размером скидки на недостаточную ликвидность — 35%.

Если все предпосылки сохраняются, за исключением того, что ожидаемый дивидендный доход равняется нулю, то расчетная скидка на недостаточную ликвидность для восьмилетнего периода и нормы доходности 21% повышается до 53%. Это было бы эквивалентно предположению, что агентские затраты поглощают все потенциальные дивиденды, приходящиеся на неликвидную долю собственности. Такого рода анализ не может быть никак выполнен только на базе качественных сопоставлений.

Трудности и затраты на маркетинг оцениваемой доли собственности. Еще более высокий риск связан с владением объектами неликвидных инвестиций. Более высокая отдача — это вознаграждение инвестору за принятие более высокого риска. Требуемая норма доходности на период владения акциями из модели QMDM рассчитана с явным учетом трудностей и затрат на маркетинг рассматриваемых долей собственности (см. *табл. 9.3* в качестве иллюстрации).

Понятно, что премии для инвесторов, перечисленные в строках 9—12, раскрывают «трудности и затраты маркетинга рассматриваемой доли собственности». Они включают неопределенность ожидаемого периода владения акциями, премию за приобретение информации, издержки мониторинга периода владения акциями, а также корректировку, учитывающую значительный размер оцениваемой доли собственности (ограничивающий ее ликвидность). В совокупности они добавляют к требуемой норме доходности инвестиции от 3,0 до 4,5% дополнительной премии за период владения акциями. Без учета этих условий требуемая норма доходности находилась бы в диапазоне от 17,0 до 17,5%. Увеличение требуемой нормы доходности в результате добавления специфических премий для инвестора оказывает существенное и вполне измеримое воздействие на стоимость. Такой тип анализа не может быть обеспечен с помощью качественных сопоставлений.

Ограничения на оборот акций (Указание стандарта 9-4(c)). Широкий круг элементов, которые мы объединяем в общую категорию ограничений на оборот акций, обсуждаются в УС 9-4(c). Ограничения на оборот акций имеют тенденцию увеличивать риск инвестирования в неликвидные доли собственности в сравнении с инвестированием в подобные неликвидные доли, но без таких ограничений. В строке 13 таблицы 9.3 мы прибавили в связи с этим премию от 0,50 до 1,00%, поскольку право первого отказа ограничивает возможности продажи рассматриваемой доли собственности. Увеличение требуемой нормы доходности в результате учета влияния права первого отказа оказывает существенное и измеримое воздействие на стоимость. Только качественные сопоставления здесь не создают необходимых условий для проведения такого анализа.

QMDM — это идеальный инструмент, способный помочь оценщикам в выполнении новых аналитических требований, появившихся в USPAP 2006. Еще раз отметим, что ни Совет по стандартам оценки, ни Фонд оценки не зафиксировали своего отношения к QMDM (тем более одобрение) или к каким-либо иным моделям для выполнения новых видов анализа, требуемых Указаниями стандартов 9-4(c) и 9-4(d). Однако трудно себе представить, как эти новые аналитические требования к оценщикам могли бы быть удовлетворены без QMDM или иных подобных аналитических инструментов.

МОКЦЕНТР

Образец качества и эффективности

Москва, Центр, Чистопрудный бульвар, д. 2, оф. 47
Тел.: 783-9601 (многоканальный); факс: 624-2936, **www.mokc.ru**

СВЕДЕНИЯ О КОМПАНИИ

МОК-Центр является одним из лидеров оценочной и консалтинговой деятельности в России, выполняющим заказы широкого круга клиентов по таким направлениям деятельности, как профессиональная оценка, системное, управленческое, инвестиционное, финансовое консультирование.

МОК-Центр работает на рынке профессиональной оценочной деятельности с 1998 г. (лицензия на осуществление оценочной деятельности на территории Российской Федерации № 001583).

Лицензии и сертификации

МОК-Центр сертифицирован Российской коллегией оценщиков как оценочная компания высшего уровня «класс А» (регистрационный № 044 от 10.02.2005, срок действия до 10.02.2008).

МОК-Центр ведет подготовку к сертификации по международному стандарту качества ISO 9001.

Принципы работы

За время своего существования зарекомендовал себя как надёжная, стремительно развивающаяся компания, основными принципами работы которой являются ориентация на потребителя, системный подход к менеджменту, постоянное совершенствование, компетентное руководство, высококачественное выполнение решаемых задач любой степени сложности инновации и высокий профессиональный уровень подготовки экспертов, социальная ответственность.

Опыт работы

За время работы МОК-Центр успешно реализовал более двух десятков тысяч проектов и работ в области оценки и консалтинга, в том числе проведя оценку более десяти тысяч объектов недвижимости, более четырехсот оценок бизнеса и интеллектуальной собственности, более тысячи оценок машин и оборудования, выполнив более тысячи проектов в области системного, управленческого, финансового и инвестиционного консультирования, выполнив работы по кадастровой (массовой) оценке земли и недвижимости в десяти субъектах РФ.

Компанией регулярно осуществляется решение новационных задач, связанных с обеспечением функционирования рынка в России и разработки необходимых для этого нормативно-правовых актов. В частности, МОК-Центром реализованы пять Постановлений Правительства, два из которых утверждены (№ 808 от 11.11.2002 и № 262 от 07.05.2003). Два утвержденных Постановления Правительства Москвы (№ 178-ПП от 30.03.2004 и № 522-ПП

от 27.07.2004). Десять методик в области оценки, пять из которых официально утверждены (утверждены Минимуществом России № СК-4/21297 от 26.11.2002, № 1102-р от 10.04.2003, № 568-р от 06.03.2002, утверждены Росземкадастром от 11.03.2004 и 17.03.2004). Шесть методик кадастровой оценки земли, четыре из которых официально утверждены Росземкадастром. Более десятка методик в области оценки и консалтинга как для нужд Ассоциации Финансово-промышленных Групп России и Торгово-Промышленной Палаты России, так и для собственных нужд компании.

МОК-Центр успешно выполнил проекты по заказу или для нужд более чем 1000 клиентов на территории более чем 60 субъектов РФ. Среди них:

- **Государственные органы власти** – Министерство экономического развития и торговли России, Министерство имущественных отношений России, Федерального агентства по управлению федеральным имуществом (ФАУФИ), Федерального агентства кадастра объектов недвижимости (Роснедвижимость), Центр стратегических разработок при Минэкономразвития, Российского фонда федерального имущества (РФФИ), Департамент имущества г. Москвы (ДИГМ), Министерства имущественных отношений Московской области, а также органы власти и управления республики Башкортостан, Карелия, Калмыкия; Астраханской, Архангельской, Тульской, Костромской областей, Краснодарского края.
- **Крупные промышленные, кредитные и коммерческие учреждения** – РАО «ЕЭС России», ОАО «РЖД», ОАО «ЛУКОЙЛ», ОАО «СУЭК», ФК «УралСиб», Сбербанк РФ, «ТрансКредитБанк», «Транснефть», «Связьинвест» (Инвестиционная компания связи), «Роснефть», «ИНТЕКО», «Сахалин Энерджи», Группа компаний «ИстЛайн», «Международный аэропорт Внуково», «Главмосстрой» и многие другие.
- **Государственные унитарные предприятия** – ГлавУпДК при МИД РФ, Федеральный кадастровый центр «Земля», «Ресурс», «Управление перспективных застроек», «ФТ-Центр», «ВПК-Технотекс», «Российская телевизионная и радиовещательная сеть», «Агентство по управлению и использованию памятников истории и культуры», «Почта России», «Центр информационно-аналитических технологий», «Главный центр связи и спутниковых систем» Министерства транспорта Российской Федерации и др.
- **Ведущие высшие учебные заведения** – Финансовая академия при Правительстве РФ, Московская медицинская академия им. И.М. Сеченова Росздрава, Российский государственный открытый технический университет путей сообщения, Российский государственный университет нефти и газа им. И.М. Губкина, ГОУ СПО Московский промышленно-экономический колледж и др.

Рейтинги и номинации

В 2005 г. рейтинговое агентство «Эксперт РА» (далее «Эксперт РА») провело очередное исследование рынка оценочных услуг и совместно с Национальным Советом по оценочной деятельности подготовило первый рейтинг делового потенциала оценочных компаний. МОК-Центру присвоен первый – максимальный уровень делового потенциала.

В 2004 г. МОК-Центр стал лауреатом объединенной премии в области финансов «Финансовая элита России» в номинации «Самая стабильная и успешно развивающаяся компания в сфере оценки и консалтинга».

В 2004 г. в рамках программы «Действующие лица года», проводимой журналом «Экономические стратегии», МОК-Центр стал лауреатом в категории «Прорыв года».

В 2006 г. в рамках энциклопедии «Лучшие люди России» МОК-Центр номинирован в категории «Надежный бизнес-партнер».

С 2003 г. по версии «Эксперт РА» МОК-Центр входит в сотню крупнейших консалтинговых групп России. МОК-Центр занял 66-е место в рейтинге «100 наиболее стратегичных компаний России», подготовленном центром рейтингов и сертификации Института экономических стратегий. МОК-Центр вошел в десятку лидеров по предоставлению услуг по оценке недвижимого имущества по итогом 2005 г. (рейтинг «Эксперт РА»).

«Эксперт РА» подготовило рейтинг консалтинговых групп России по итогам 2005 г. МОК-Центр занял 86-е место в списке крупнейших компаний за 2005 г.

В Федеральном интегрированном рейтинге оценочных фирм за 2005 г. МОК-Центр имеет высший индекс надежности А+++1+++1, рейтинг подготовлен Информационно-рейтинговым агентством (ИРА) и Экспертно-аналитической компанией «ЮНИПРАВЭКС».

В 2003–2005 гг. компания стабильно занимает 1-е место в рейтинге наиболее стратегичных оценочных компаний, по версии Института экономических стратегий.

Начиная с 2002 г. МОК-Центр входит в десятку крупнейших национальных оценочных компаний, по версии совместного рейтинга Минимущества России и журнала «Деньги».

В 2005 г. – 1-е место, в 2004 г. и 2003 г. – 2-е место в рейтинге Российской Коллегии оценщиков.

МОК-Центр является членом НП Российской коллегии оценщиков и Московской ТПП.

На Всероссийском конкурсе специалистов в области оценочной деятельности «Золотой Эквивалент» ряду специалистов МОК-Центра присвоено почетное звание «Лидер российской оценки-2003» в номинациях «Оценка недвижимости», «Оценка инвестиционных проектов», «Оценка бизнеса».

В рамках Всероссийского конкурса «Золотой Эквивалент» МОК-Центру присвоено почетное звание «Лидер оценочной деятельности России-2003» в номинации «Лучшая оценочная компания».

Перспективы своего развития МОК-Центр видит в освоении новых сегментов рынка, активном участии в развитии и методическом обеспечении оценочной и консалтинговой деятельности в РФ, реализации личностного потенциала сотрудников и повышении их профессионального уровня. Всё это в сочетании с использованием новейших технологий и методов решения поставленных задач позволит последовательно реализовывать миссию компании – **БЫТЬ ОБРАЗЦОМ КАЧЕСТВА И ЭФФЕКТИВНОСТИ В СВОЕЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ**.

НАПРАВЛЕНИЯ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Профессиональная оценка:

- объектов недвижимости и объектов, не завершенных строительством;
- предприятий (бизнеса);
- ценных бумаг (акций, облигаций, векселей и т.д.), долей, паев;
- эффективности и экономической целесообразности инвестиционных проектов;
- прав требования (дебиторской задолженности);
- объектов движимого имущества (машин, оборудования, автотранспорта, механизмов);

- нематериальных активов и объектов интеллектуальной собственности (ноу-хау, патентов, промышленных образцов, изобретений и т.д.);
- земельных участков;
- кадастровая (массовая) оценка земли / объектов недвижимости;
- товарно-материальных ценностей (сырья, полуфабрикатов, запасов, готовой продукции);
- переоценка основных фондов.

Управленческое, инвестиционное, финансовое консультирование:

- стратегическое планирование на корпоративном и государственном уровне;
- проектирование и оптимизация организационных структур управления;
- инжиниринг бизнес-процессов;
- инвестиционное проектирование;
- технико-экономическое обоснование инвестиционных проектов;
- разработка бизнес-планов (программ развития) компаний, программ антикризисного управления;
- программно-целевое планирование;
- разработка и внедрение систем управления стоимостью;
- экономический анализ землепользования.

Проектирование автоматизированных систем управления в области:

- мониторинга и анализа рынка недвижимости;
- массовой оценки объектов недвижимости;
- управления стоимостью активов.

ОСНОВНЫЕ КОНКУРЕНТНЫЕ ПРЕИМУЩЕСТВА

- Эффективная долгосрочная стратегия развития.
- Компетентное руководство, системный подход в менеджменте.
- Ориентация на потребности клиента, регулярные инновации и совершенствование.
- Способность к решению сложных и нестандартных проблем клиента.
- Признанное и стабильно высокое качество услуг компании.
- Наличие современного методологического, технологического и информационного инструментария проведения работ по оценке и консалтингу.
- Наличие собственных методических и технологических ноу-хау.
- Высококвалифицированный, обученный и опытный персонал, постоянно совершенствующий свой профессиональный уровень.
- Отличное знание и опыт разработки законодательства, стандартов, методических и нормативно-технических документов в области оценочной деятельности, управления, финансов, инвестиций.

- Внедренная внутрикорпоративная система контроля качества предоставления услуг.
- Огромный опыт реализации крупных проектов в области оценочной деятельности.
- Устойчиво высокая деловая репутация.

Наличие современного методологического, технологического и информационного инструментария проведения работ по оценке

В распоряжении МОК-Центра имеется:

- комплекс апробированных компьютерных математических моделей определения стоимости объектов оценки, часть из которых является ноу-хау компании;
- специализированные программные средства, позволяющие собирать, обрабатывать, хранить и анализировать большой объем информации о рынке недвижимости;
- современное компьютерное оборудование, позволяющее обрабатывать большие массивы данных об объектах оценки;
- комплексное методическое обеспечение мониторинга, анализа рынка недвижимости и расчета стоимости объектов оценки;
- внутренние стандарты и правила осуществления оценочной деятельности;
- библиотека современных научных книг и публикаций по оценке;
- библиотека справочников, классификаторов по оценке.

Внутрикорпоративная система контроля качества предоставления услуг

Высокое качество услуг, предоставляемых МОК-Центром в области оценочной деятельности, подтверждается:

- результатами экспертизы и сертификации работы членов Российской коллегии оценщиков, в соответствии с этими результатами МОК-Центр «признан организацией, выполняющей работы в соответствии со стандартами государственного органа по регулированию оценочной деятельностью, стандартами и требованиями Российской коллегии оценщиков»;
- результатами исследования рынка оценочных услуг, проведенного Рейтинговым агентством «Эксперт РА», в соответствии с которым МОК-Центру присвоен «максимальный уровень делового потенциала», что свидетельствует о высоком уровне качества оценочных услуг и наличии опыта работы в различных отраслях и сферах экономики Российской Федерации.

Управленческие возможности фирмы

Организационная структура компании представлена шестью подразделениями:

- Департамент оценки;
- Департамент консалтинга;
- Департамент информационных технологий;
- Бюро главных научных консультантов;
- Методический совет;
- Аппарат управления.

З. Кристофер Мерсер, Трэвис У. Хармс

Интегрированная теория оценки бизнеса

Научный редактор перевода	*В.М. Рутгайзер*
Перевод	*Л.И. Лопатников*
Редактор	*Л.А. Агадулина*
Корректор	*Л.А. Агадулина*
Компьютерная верстка	*И.М. Рубинштейн*

Подписано в печать 20.02.2008. Формат 60x90/16.
Гарнитура AGCenturion. Печать офсетная. Усл.-печ. л. 18.
Тираж 1000 экз.

Издательство «Маросейка»
113054, г. Москва, ул. Краснохолмская ниж., д. 5.
E-mail: publisher@maroseyka.com;
http://www.maroseyka.com

Отпечатано в ОАО «Типография «Новости»,
105005, г. Москва, ул. Фридриха Энгельса, д. 46

оценки бизнеса

З. Кристофер Мерсер, Трэвис У. Хэрмс

«Интегрированная теория оценки бизнеса» представляет теоретический анализ основ оценки из первого издания и, выходя за его рамки, предлагает дополнительные указания по практической реализации теорий оценки, особенно в части количественной модели определения рыночной цены путем дисконтирования»

Д-р Дэвид Табак, NERA Economic Consulting

«Монография Мерсера, несомненно, является самой лучшей книгой по теории оценки стоимости бизнеса. Она представляет стройное и последовательное рассмотрение наиболее важных проблем этой теории…»

Шэннон П. Пратт, CFA, FASA, MCBA, CM&AA, CEO,
Shannon Pratt Valuations, LLC

Независимо от сферы вашей деятельности — будь то бухгалтерский учет, аудит, финансовое планирование или адвокатура — книга «Интегрированная теория оценки бизнеса» позволит вам усвоить и правильно применить ключевые концепции оценки. Переработанное и дополненное издание раскрывает современную теорию оценки, сводя разнообразные концепции оценки в единую картину.

С введением в действие новых правил бухгалтерского учета, предписывающих признание многих видов активов и обязательств по справедливой стоимости, для дипломированных общественных бухгалтеров, занимающихся аудитом финансовой отчетности, стало критически необходимым понимание концепций оценки.

Взвешенно и разумно сочетая элементы теории и практики, издание содержит описание:

- Модели GRAPES: рост, риск и доход, альтернативные инвестиции, приведенная стоимость, ожидания и разумный подход
- Взаимосвязи между моделью Гордона и моделью оценки на основе дисконтирования денежных потоков
- Основ определения часто применяемых и столь же часто — некорректно оценочных премий и дисконтов
- Практических соображений по анализу потенциальных приобретений бизнеса

Черпающая идеи из реальной практики участников рынка, книга «Интегрированная теория оценки бизнеса» отвечает вашим потребностям в понимании оценки бизнеса, четко артикулируя концепции оценки и содействуя реализации создающих стоимость сделок.

Если вы захотите обратиться к основам теории оценки, издание выполнит роль полезного справочника по оценке и позволит развить навыки анализа отчетов об оценке бизнеса.

Книги по оценке стоимости бизнеса издательства «Маросейка» на сайте:
www.maroseyka.com

ISBN 978-5-903271-16-0
9 785903 271160