

ПОСОБИЕ ПО ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

1

2
3

4
5
6
7

8
9
0

1
2

3
4

HANDBOOK OF BUSINESS VALUATION

SECOND EDITION

Edited By

**THOMAS L. WEST
JEFFREY D. JONES**

All Rights Reserved.

*Authorized translation from the English language edition
by John Wiley & Sons, Inc.*



ПОСОБИЕ ПО ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Под редакцией

ТОМАС Л. УЭСТ
ДЖЕФФРИ Д. ДЖОНС

Перевод с английского
Бюро переводов РОЙД

Под редакцией
доктора экономических наук
профессора В.М.Рутгайзера

Все права защищены.
Авторизованный перевод издания на английском языке,
опубликованного фирмой John Wiley & Sons, Inc.



УДК 65.01(075)
ББК 65.290я7
В38

Под редакцией
Перевод с английского
Научный редактор:
Рецензенты:

Томас Л. Уэст, Джеффри Д. Джонс
Бюро переводов РОЙД
В.М.Рутгайзер, проф., д-р экон. наук
А.А.Козлов, Е.В.Козлова, А.А.Пашарин,
Л.К.Русанов

В38 Пособие по оценке бизнеса / Томас Л. Уэст, Джеффри Д. Джонс;
Пер. с англ. Бюро переводов РОЙД. — М.: ЗАО «КВИНТО-
КОНСАЛТИНГ», 2003. — 746 с.
ISBN 5-93746-003-0

Вашему вниманию предлагается перевод второго издания «Пособия по оценке бизнеса» («Handbook of Business Valuation»). К настоящему времени его англоязычное издание пользуется безусловным авторитетом среди профессионалов оценочного бизнеса. Авторами книги являются признанные авторитеты в оценке бизнеса. В издании представлен практический опыт специалистов США в сфере оценки малого бизнеса различных направлений.

Целевая аудитория настоящего издания — практикующие оценщики бизнеса и топ менеджеры компаний. Интересна книга будет студентам экономических специальностей и читателям, интересующимся современными публикациями об оценке бизнеса.

Цель преследуемая издателями настоящей книги — расширить представление читателя о практических методах оценки бизнеса.

УДК 65.01(075)
ББК 65.290я7

ISBN 5-93746-003-0 (рус.)
ISBN 0-471-29787-9 (англ.)

Copyright ©1992, 1999 by Thomas L. West.
All rights reserved
© ЗАО «Квинто-Консалтинг», перевод, 2003
© ЗАО «Квинто-Консалтинг», издание на
русском языке, 2003

All Rights Reserved. Authorized translation from the English language edition by John Wiley & Sons, Inc.

Все права защищены. Авторизованный перевод издания на английском языке, опубликованного фирмой John Wiley & Sons, Inc.

This book is dedicated to those who made it a reality by contributing to it, along with some important others who made this book possible: Liza, Barbara, and Mary kept us on track, organized, and did a lot of word processing. And we never want to leave out our families who, as we said in the introduction to the first edition, were contributors even though they never wrote a word.

We think this is a valuable book and we hope you do too!

Посвящается людям, чей вклад позволил этой работе увидеть свет, а также всем лицам, с помощью которых была реализована идея данной книги и которые сыграли в ее создании важную роль. В их число входят Лайза, Барбара и Мери — хорошие организаторы, которые не давали нам сбиться с пути и, кроме того, проделали большую работу по набору и редактированию текста. Мы также хотели бы упомянуть членов наших семей, которые, как нами уже говорилось в введении к первому изданию, внесли свой вклад в эту книгу, хотя и не написали для нее ни строчки.

Мы полагаем, что эта книга является весьма полезной, и надеемся, что Вы разделяете наше мнение!

附

Figure 1

1. Introduction

1997, 1998, 1999, 2000, 2001, 2002, 2003, 2004, 2005, 2006, 2007, 2008, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, 2014, 2015, 2016, 2017, 2018, 2019, 2020, 2021, 2022, 2023, 2024, 2025, 2026, 2027, 2028, 2029, 2030, 2031, 2032, 2033, 2034, 2035, 2036, 2037, 2038, 2039, 2040, 2041, 2042, 2043, 2044, 2045, 2046, 2047, 2048, 2049, 2050, 2051, 2052, 2053, 2054, 2055, 2056, 2057, 2058, 2059, 2060, 2061, 2062, 2063, 2064, 2065, 2066, 2067, 2068, 2069, 2070, 2071, 2072, 2073, 2074, 2075, 2076, 2077, 2078, 2079, 2080, 2081, 2082, 2083, 2084, 2085, 2086, 2087, 2088, 2089, 2090, 2091, 2092, 2093, 2094, 2095, 2096, 2097, 2098, 2099, 2100, 2101, 2102, 2103, 2104, 2105, 2106, 2107, 2108, 2109, 2110, 2111, 2112, 2113, 2114, 2115, 2116, 2117, 2118, 2119, 2120, 2121, 2122, 2123, 2124, 2125, 2126, 2127, 2128, 2129, 2130, 2131, 2132, 2133, 2134, 2135, 2136, 2137, 2138, 2139, 2140, 2141, 2142, 2143, 2144, 2145, 2146, 2147, 2148, 2149, 2150, 2151, 2152, 2153, 2154, 2155, 2156, 2157, 2158, 2159, 2160, 2161, 2162, 2163, 2164, 2165, 2166, 2167, 2168, 2169, 2170, 2171, 2172, 2173, 2174, 2175, 2176, 2177, 2178, 2179, 2180, 2181, 2182, 2183, 2184, 2185, 2186, 2187, 2188, 2189, 2190, 2191, 2192, 2193, 2194, 2195, 2196, 2197, 2198, 2199, 2200, 2201, 2202, 2203, 2204, 2205, 2206, 2207, 2208, 2209, 2210, 2211, 2212, 2213, 2214, 2215, 2216, 2217, 2218, 2219, 2220, 2221, 2222, 2223, 2224, 2225, 2226, 2227, 2228, 2229, 2230, 2231, 2232, 2233, 2234, 2235, 2236, 2237, 2238, 2239, 2240, 2241, 2242, 2243, 2244, 2245, 2246, 2247, 2248, 2249, 2250, 2251, 2252, 2253, 2254, 2255, 2256, 2257, 2258, 2259, 2260, 2261, 2262, 2263, 2264, 2265, 2266, 2267, 2268, 2269, 2270, 2271, 2272, 2273, 2274, 2275, 2276, 2277, 2278, 2279, 2280, 2281, 2282, 2283, 2284, 2285, 2286, 2287, 2288, 2289, 2290, 2291, 2292, 2293, 2294, 2295, 2296, 2297, 2298, 2299, 2300, 2301, 2302, 2303, 2304, 2305, 2306, 2307, 2308, 2309, 2310, 2311, 2312, 2313, 2314, 2315, 2316, 2317, 2318, 2319, 2320, 2321, 2322, 2323, 2324, 2325, 2326, 2327, 2328, 2329, 2330, 2331, 2332, 2333, 2334, 2335, 2336, 2337, 2338, 2339, 2340, 2341, 2342, 2343, 2344, 2345, 2346, 2347, 2348, 2349, 2350, 2351, 2352, 2353, 2354, 2355, 2356, 2357, 2358, 2359, 2360, 2361, 2362, 2363, 2364, 2365, 2366, 2367, 2368, 2369, 2370, 2371, 2372, 2373, 2374, 2375, 2376, 2377, 2378, 2379, 2380, 2381, 2382, 2383, 2384, 2385, 2386, 2387, 2388, 2389, 2390, 2391, 2392, 2393, 2394, 2395, 2396, 2397, 2398, 2399, 2400, 2401, 2402, 2403, 2404, 2405, 2406, 2407, 2408, 2409, 2410, 2411, 2412, 2413, 2414, 2415, 2416, 2417, 2418, 2419, 2420, 2421, 2422, 2423, 2424, 2425, 2426, 2427, 2428, 2429, 2430, 2431, 2432, 2433, 2434, 2435, 2436, 2437, 2438, 2439, 2440, 2441, 2442, 2443, 2444, 2445, 2446, 2447, 2448, 2449, 2450, 2451, 2452, 2453, 2454, 2455, 2456, 2457, 2458, 2459, 2460, 2461, 2462, 2463, 2464, 2465, 2466, 2467, 2468, 2469, 2470, 2471, 2472, 2473, 2474, 2475, 2476, 2477, 2478, 2479, 2480, 2481, 2482, 2483, 2484, 2485, 2486, 2487, 2488, 2489, 2490, 2491, 2492, 2493, 2494, 2495, 2496, 2497, 2498, 2499, 2500, 2501, 2502, 2503, 2504, 2505, 2506, 2507, 2508, 2509, 2510, 2511, 2512, 2513, 2514, 2515, 2516, 2517, 2518, 2519, 2520, 2521, 2522, 2523, 2524, 2525, 2526, 2527, 2528, 2529, 2530, 2531, 2532, 2533, 2534, 2535, 2536, 2537, 2538, 2539, 2540, 2541, 2542, 2543, 2544, 2545, 2546, 2547, 2548, 2549, 2550, 2551, 2552, 2553, 2554, 2555, 2556, 2557, 2558, 2559, 2560, 2561, 2562, 2563, 2564, 2565, 2566, 2567, 2568, 2569, 2570, 2571, 2572, 2573, 2574, 2575, 2576, 2577, 2578, 2579, 2580, 2581, 2582, 2583, 2584, 2585, 2586, 2587, 2588, 2589, 2590, 2591, 2592, 2593, 2594, 2595, 2596, 2597, 2598, 2599, 2600, 2601, 2602, 2603, 2604, 2605, 2606, 2607, 2608, 2609, 2610, 2611, 2612, 2613, 2614, 2615, 2616, 2617, 2618, 2619, 2620, 2621, 2622, 2623, 2624, 2625, 2626, 2627, 2628, 2629, 2630, 2631, 2632, 2633, 2634, 2635, 2636, 2637, 2638, 2639, 2640, 2641, 2642, 2643, 2644, 2645, 2646, 2647, 2648, 2649, 2650, 2651, 2652, 2653, 2654, 2655, 2656, 2657, 2658, 2659, 2660, 2661, 2662, 2663, 2664, 2665, 2666, 2667, 2668, 2669, 2670, 2671, 2672, 2673, 2674, 2675, 2676, 2677, 2678, 26

ТОМАС Л. УЭСТ (THOMAS L. WEST) является издателем информационных бюллетеней *«The Business Broker»* и *«M&A Today»*, автором *«Полного руководства Тома Уэста по посредническим услугам в сфере купли и продажи бизнеса»* (*«Tom West's Complete Guide to Business Brokerage»*), а также ежегодного *«Справочника компаний»* (*«Business Reference Guide»*), ему принадлежит также множество статей и публикаций издательства Business Brokerage Press. Г-н Уэст является соредактором первого и второго изданий *«Пособия по оценке бизнеса»* (*«Handbook of Business Valuation»*) и *«Руководства по слиянию и поглощению компаний для небольших и средних фирм»* (*«Mergers and Acquisitions Handbook for Small and Midsized Companies»*). Оба эти справочника были изданы компанией John Wiley & Sons, Inc. Кроме того, Томас Л. Уэст является соавтором книг *«Приобретение собственного бизнеса»* (*«Buying Your Own Business»*) и *«Приобретение франшизы»* (*«Buying Your Own Franchise»*), изданных Viking-Penguin.

Г-н Уэст — основатель IBBA (International Business Brokers Association — Международная ассоциация посредников в сфере купли и продажи компаний), в которой в прошлом он занимал пост президента и исполнительного директора. Ему присвоена квалификация CBI (Certified Business Intermediary — Сертифицированный посредник по купле и продаже бизнеса) и звание почетного члена IBBA. Он также является соучредителем VR Business Brokers, в которой он в прошлом занимал пост президента, и основателем United Business Investments (UBI). Г-н Уэст часто выступает с лекциями и ведет семинары.

ДЖЕФФРИ Д. ДЖОНС (JEFFREY D. JONES) известен всей стране как опытный специалист по оценке бизнеса и посредник по купле и продаже компаний; он имеет профессиональную квалификацию самого высокого уровня, присвоенную ему различными национальными ассоциациями в области оценки и посреднических услуг.

В качестве президента Certified Appraisers, Inc. он управляет деятельностью данной компании, занимающейся многоцелевой оценкой, в т.ч. оценкой компаний, машин и оборудования, а также недвижимости. Будучи председателем Certified Business Brokers, г-н Джонс, начиная с 1976 года, вместе со своими сотрудниками участвовал в более чем 1000 сделок по продаже компаний. Как консультант SCORE, небольшого консалтингового подразделения Small Business Administration (Администрации Малого Бизнеса), он проводит семинары и предоставляет консультационные услуги как начинающим, так и опытным предпринимателям.

Он часто выступает свидетелем в судебных процессах, давая письменные показания под присягой и выступая в суде в качестве свидетеля-эксперта по оценке бизнеса и по вопросам судебных споров, касающихся машин и оборудования. В числе его клиентов компании закрытого типа, публичные компании, финансовые учреждения, Налоговая служба США (Internal Revenue Service), а также другие правительственные агентства.

Г-н Джонс — автор многих статей по вопросам оценки и продажи компаний. Он часто выступает на заседаниях профессиональных ассоциаций. Он также является соредактором *«Руководства по слиянию и поглощению компаний для небольших и средних фирм»*, изданного John Wiley & Sons, Inc.

Джеффри Д. Джонс имеет степень магистра, присвоенную ему Университетом Пеппердайн (Pepperdine University). Он имеет лицензию Комиссии по недвижимости Техаса (Texas Real Estate Commission) и Техасского совета по ценным бумагам (Texas Securities Board). Г-н Джонс состоит членом ASA (American Society of Appraisers — Американское общество оценщиков) и имеет квалификацию CBA (Certified Business Appraiser — сертифицированный оценщик бизнеса), присвоенную IBA (Institute of Business Appraisers — Институт оценщиков бизнеса), а также BCB (Board Certified Broker — коллегияльный сертифицированный агент), присвоенную Texas Association of Business Brokers (Техасской ассоциацией посредников по купле и продаже бизнеса), и FCBI (почетный член и дипломированный посредник по купле и продаже бизнеса) IBA.

ГЭРИ Л. АЛЛЕН (GARY L. ALLEN) является основателем компании Allen Business Investments, расположенной в г. Сан Рамон, штат Калифорния. Его фирма специализируется на продаже и оценке маленьких и средних компаний. Г-н Аллен имеет лицензию агента по недвижимости от штата Калифорния, выданную ему в 1969 г., и квалификацию СВА, присвоенную в 1985 г.

Гэри Л. Аллен занимал должность вице-президента и регионального менеджера компании VR Business Brokers и исполнительного вице-президента United Business Investments. Он действовал в качестве посредника в более чем 1000 сделок по купле-продаже бизнеса и произвел оценку более 600 компаний. Он выступал свидетелем-экспертом в Верховном суде в округах Аламеда и Контра Коста, а также на слушаниях в Федеральном суде по делам банкротства.

Его имя связывают с Institute of Business Appraisers и California Association of Business Brokers (Калифорнийская ассоциация посредников по купле и продаже компаний). Он опубликовал ряд статей в бюллетене «*The Business Broker*», а также в изданиях «*Expert Press*», и «*Business Corner*». Г-н Аллен часто выступает с лекциями по вопросам оценки бизнеса и предоставлению посреднических услуг по всей стране.

ПИТЕР В. АНАНИЯ (PETER V. ANANIA) является президентом фирмы Anania & Associates, специализирующейся на вопросах слияния и поглощения компаний, расположенной в г. Портленд, штат Мэн. До ее основания в 1987 году он работал в банковской системе этого штата, а также выполнял функции консультанта Финансового управления штата Мэн, занимаясь ана-

лизом и выработкой рекомендаций в отношении гарантий по запросам на предоставление займов небольшим компаниям и в отношении прямых кредитов, предоставлявшихся Финансовым управлением. В настоящий момент он занимает пост председателя правления Portland Fish Exchange (Биржа товаров рыболовного промысла г. Портленд) и Portland Fish Pier Authority (Управление рыболовецких причалов г. Портленд), а также является членом Maine Economic Growth Council Environmental Committee (Совет по экономическому развитию при Комитете по охране окружающей среды штата Мэн) и Торгово-промышленной палаты Биддефорд-Сако (Biddeford-Saco). Ранее он состоял членом State of Maine Consumer Credit Bureau Advisory Council (Консультационный совет Бюро потребительского кредита штата Мэн), Citizens Advisory Council to the United States Post Office (Гражданский консультационный совет Почтовой службы США (г. Портленд, штат Мэн), World Affairs Council of Maine (Совет по международным делам штата Мэн), Maine World Trade Association (Всемирная торговая ассоциация штата Мэн); президентом Family Crisis Shelter (Центр помощи жертвам семейных конфликтов), City of Portland Revitalization Loan Committee (Комитет по выделению кредитов на реконструкцию города Портленд), Greater Portland United Way Allocation Executive Committee (Исполнительный комитет по ассигнованиям Юнайтед Уэй Большого Портленда), Italian Heritage Center Finance Committee (Финансовый комитет Центра итальянского наследия), а также членом Совета директоров Детского музея штата Мэн.

С момента основания фирмы Anania & Associates г-н Ананиа провел оценку более 250 различных фирм и осуществил продажу более 60 компаний. Он имеет диплом о базовом высшем образовании Университета штата Мэн и степень MBA (Master of Business Administration — Магистр в области управления бизнесом), присвоенную тем же университетом.

ТОНИ Л. АРДЖИС (TONY L. ARGIZ) является акционером и управляющим фирмы Morrison, Brown, Argiz and Company, бухгалтерской и консалтинговой компании полного цикла, специализирующейся на обслуживании автомобильных дилеров. Компания, в которой работают более 90 профессионалов, имеет офисы в Майами, штат Флорида, и в Денвере, штат Колорадо.

Тони Л. Арджис получил степень BBA (Bachelor of Business Administration — Бакалавр в области управления бизнесом) в Международном Университете Флориды (Florida International University) в 1974 году, а затем прослушал курс наук в аспирантуре данного университета. Он является сертифицированным бухгалтером высшей квалификации, сертифицированным аналитиком в области оценки NASVA, сертифицированным экспертом по делам, связанным с мошенничеством, и членом IBA. Г-н Арджис произвел оценку большого числа компаний в Соединенных Штатах и Южной Америке. Он часто выступает с лекциями и является автором статей по во-

просам, затрагивающим доходность и стоимость автодиллерских компаний, включая вопросы аудита, налогообложения, предотвращения случаев мошенничества, ведения судебных дел и оценки бизнеса. Г-н Арджис работал в Исполнительном Комитете AICPA (American Institute of Certified Public Accountants — Американский институт сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации), а до этого являлся членом Совета AICPA и его Комитета по техническим вопросам. Он возглавлял Florida Board of Accountancy (Бухгалтерское управление штата Флорида) и Probable Cause Panel (Комитет по установлению резонных оснований) данного управления, а также состоял членом его правления с 1986 по 1993 год. Он является соавтором справочника AICPA «Руководство по аудиту для автодиллерских компаний» («Audit Guide to Auto Dealership Engagements»). В качестве председателя Конференции автомобильных дилеров AICPA с 1994 по 1997 год г-н Арджис выступал с докладами по множеству вопросов, таких как оценка, сравнение с эталонами (benchmarking) и предотвращение мошенничества. Он также состоял членом Florida's Constitutional Revision Commission (Комитета по конституционной ревизии штата Флорида).

КЭТРИН Ф. ЭШВАЛЬД (KATHRYN F. ASCHWALD) является главой и основателем компании Columbia Financial Advisors, Inc. — фирмы, работающей в области оценки бизнеса и предоставления финансовых консультаций, штаб-квартира которой находится в г. Портленд, штат Орегон. Она имеет степень в области бизнес-финансирования, присвоенную Государственным Университетом Портленда. Г-жа Эшвальд имеет квалификацию CFA (Chartered Financial Analyst — Дипломированный финансовый аналитик), присвоенную ей Association for Investment Management and Research (Ассоциация по исследованиям и управлению инвестициями), а также квалификацию ASA (Аккредитованный старший оценщик) по оценке бизнеса, присвоенную American Society of Appraisers. Она часто выступает на заседаниях профессиональных ассоциаций и различных отраслевых групп по вопросам оценки бизнеса и оценке планов по включению сотрудников в число акционеров компаний (ESOP). Г-жа Эшвальд автор большого числа статей, опубликованных в различных профессиональных и отраслевых изданиях.

Г-жа Эшвальд является членом ESOP Association (Ассоциация ESOP) и председателем Valuation Advisory Committee (Консультационный комитет по оценке) при данной ассоциации. Она также является одним из редакторов «Журнала по вопросам законодательства и финансирования программ по включению сотрудников в число акционеров компаний» («The Journal of Employee Ownership Law and Finance»), издаваемого National Center for Employee Ownership (Национальный центр программ по включению сотрудников в число акционеров компаний). На протяжении последних 14 лет она принимала активное участие в оценке компаний и долевого участия в фирмах, проводившейся в различных целях.

ДЖОН Э. БЕККЕН (JOHN E. BAKKEN) является владельцем компании Business Appraisal Associates, Inc., расположенной в городах Денвер и Грэнби, штат Колорадо, которую он основал в 1974 году. Фирма специализируется на оценке бизнеса, личной собственности в компании, а также оценке минеральных ресурсов. Он имеет степень MBA, присвоенную Гарвардской Школой бизнеса, и диплом Колледжа Гамильтона о среднем специальном образовании в области геологии и математики. Г-н Беккен состоит членом American Society of Appraisers и имеет квалификацию ASA по оценке бизнеса, технической оценке (в области нефти и газа) и экспертизе/оценке яхт. Он также имеет квалификацию CBA, присвоенную Institute of Business Appraisers, и CCP (Сертифицированный специалист по компьютерам), присвоенную Institute for the Certification of Computer Professionals (Институт по сертификации компьютерных специалистов). Кроме того, он является членом United States Yacht Racing Union (Американский союз яхтсменов), Colorado Harvard Business School Club (Клуб Гарвардской Школы бизнеса штата Колорадо), Rocky Mountain Association of Geologists (Ассоциация геологов Скалистых Гор) и Rotary International. В 1997-1998 гг. он занимал пост Международного президента Американского общества оценщиков (ASA).

Г-н Беккен часто ведет занятия по сертификации в ASA, выступает с докладами и занимается составлением программ для Налогового управления США, Университета штата Колорадо (University of Colorado), International Business Brokers Association и других общественных и частных организаций.

АЛЛЕН Д. БИЛМЕР (ALLEN D. BEALMEAR) является президентом и главой компании MB Valuation Services, Inc., расположенной в Далласе, штат Техас. Фирма специализируется на оценке машин и оборудования на всей территории Соединенных Штатов и за рубежом. Он имеет степень в области теории оценки, присвоенную Valuation Sciences Institute, Lindenwood College (Институт научной оценки Колледжа Линденвуд), Сент-Чарльз, штат Миссури. С 1972 года Аллен Д. Билмер занимается оценкой машин и оборудования, заводов, а также промышленной и коммерческой недвижимости. Он имеет квалификацию ASA Американского Общества Оценщиков, CEA (Certified Equipment Appraiser — Сертифицированный оценщик оборудования), присвоенную Association of Machinery and Equipment Appraisers (Ассоциация оценщиков машин и оборудования), а также состоит членом American Bankruptcy Institute (Американский институт по делам банкротства) и Machinery Dealers National Association (Национальная ассоциация дилеров оборудования).

Опыт оценки г-на Билмера включает в себя оценку заводов, строительного оборудования, заводов по производству бетона и асфальта, карьеров, оценку предприятий аэрокосмической и электронной промышленности, печатной индустрии, бумажной и пищевой промышленности, металлообрабатывающего и нефтехимического оборудования, а также материально-произ-

водственных запасов. Он сотрудничает в качестве редактора в нескольких технических журналах и является автором статей и докладов по вопросам оценки оборудования.

ДЭВИД М. БИШОП (DAVID M. BISHOP) является президентом American Business Appraisers, Inc., расположенной в г. Санрайз, штат Аризона. Ему было присвоено звание FIBA (почетного члена IBA) за профессиональную работу в области оценки бизнеса и работу на благо IBA. Кроме того, г-н Бишоп имеет квалификацию BVAL (Business Valuator Accredited in Litigation — Аккредитованный специалист по оценке бизнеса для судебных целей), присвоенную IBA, а также звание ASA Американского общества оценщиков и MCBA (Магистр в области оценки бизнеса), присвоенное IBA.

Ранее г-н Бишоп занимал пост регионального управляющего и председателя Business Appraisal Standards Committee (Комитет по стандартам оценки бизнеса) IBA. Он является автором двух однодневных интенсивных курсов IBA по оценке бизнеса и соавтором однодневного курса CEA в AICPA, NBV-4, «Доходный подход к оценке и подход на основе активов»; он также является автором курсов IBVA «Анализ и пересчет данных финансовых отчетов» и «Оценка бизнеса» и восьмидневного семинара IBA «Оценка компаний закрытого типа». Г-ну Бишопу принадлежат статьи по вопросам оценки бизнеса, написанные им для специальных журналов, издаваемых в области оценки бизнеса, бухгалтерского учета и юриспруденции. Он выступал по вопросам оценки бизнеса в Соединенных Штатах, Европе и других странах. Связаться с г-ном Бишопом можно через Интернет-сайт его компании: www.businessval.com.

ДЕКСТЕР У. БРАФФ (DEXTER W. BRAFF) является президентом компании The Braff Group, расположенной в Бетел Парк, штат Пенсильвания. Данная фирма работает в области консалтинга, слияния и поглощения компаний, и специализируется на «восстановительной терапии» (post-acute care) бизнеса. The Braff Group имеет сеть офисов и предоставляет услуги по всей стране. В прошлом г-н Брафф являлся компаньоном, старшим оценщиком и ведущим агентом компании Telesis Mergers & Acquisitions, где он специализировался на представлении интересов компаний, поставляющих домашние респираторы и домашнее медицинское оборудование. До этого он занимал пост регионального финансового директора Foster Medical Corporation, где он отвечал за работу 60 отделений компании с годовым доходом свыше 60 миллионов долларов США.

Г-н Брафф имеет степень магистра в сфере управления бизнесом, присвоенную Университетом Питтсбурга (University of Pittsburgh), и является обладателем Награды Винсента В. Ланфиара (Vincent W. Lanfear) за научные достижения. Он также является автором многих тематических статей для журнала «HomeCare» и «HME News». Г-н Брафф проводил семинары

на крупнейших отраслевых конференциях, посвященные различным вопросам, касающимся слияния и поглощения компаний, оценки бизнеса и финансового менеджмента.

ТЕОДОР П. БЁРБАНК (THEODORE P. BURBANK) в 1979 году основал первую посредническую компанию в Центральной Новой Англии, специализирующуюся на оценке и продаже компаний закрытого типа и семейных предприятий. Он участвовал в оценке и/или продаже более чем 2000 фирм. В настоящее время он занимается оценкой бизнеса, предоставлением услуг в области слияния и поглощения компаний, а также проводит консультации по развитию бизнеса и оказывает помощь владельцам компаний и их советникам по всему миру.

Г-н Бербанк участвовал в создании *«Руководства по слиянию и поглощению компаний для небольших и средних фирм»*, изданного John Wiley & Sons, Inc. Он также является автором многочисленных статей по вопросам перехода прав собственности и оценки бизнеса. Кроме того, он является автором книги *«Войти в бизнес и выйти из него ... с успехом»* (*«In and Out of Business ... Happily»*) и создателем интерактивной программы «VALUware», выпущенных издательством Parker-Nelson Publishing.

РОБЕРТ ДЖЕЙМС ЦИМАШИ (ROBERT JAMES CIMASI) является президентом и основателем компании Health Capital Consultants, Сент-Луис, штат Миссури, которая занимается оценкой бизнеса и оказывает посреднические услуги организациям и частным лицам, работающим в сфере здравоохранения. Г-н Цимаши имеет 15-летний опыт работы в области оказания посреднических услуг, предоставления консультаций для руководителей компаний высшего звена, а также в проведении сделок по купле, продаже и слиянию компаний, работающих в области здравоохранения, более чем в 30 штатах. Он имеет квалификацию CBI, а также CBC (Certified Business Counselor — Сертифицированный консультант в области бизнеса). Кроме того, он состоит членом IBA и Medical Group Management Association (Ассоциация по управлению группами медицинских компаний).

Г-н Цимаши широко известен по всей стране своими лекциями по оценке врачебной практики и является автор глав, посвященных оценке медицинской практики в первом издании *«Пособия по оценке бизнеса»* (John Wiley & Sons, Inc.), а также дополнения *«Оценка профессиональной практики и лицензии: Руководство для практикующего специалиста по матримониальным вопросам»* (*«Valuing Professional Practices and Licenses: A Guide for the Matrimonial Practitioner»*), изданного в 1997 году (Aspen Law & Business). Он является соавтором углубленного курса по оценке бизнеса AICPA «Отрасль здравоохранения и оценка врачебной практики» (*«Health Care Industry and Medical Practice Valuation»*). В настоящее

время г-н Цимаши занимается разработкой компьютерных программ для оценки врачебной практики для John Wiley & Sons, Inc., а также занят написанием *«Руководства по консалтинговым услугам для создаваемых организаций здравоохранения»* (*«A Guide to Consulting Services for Emerging Health Care Organizations»*), которое будет опубликовано John Wiley & Sons, Inc. в 2000 году.

РЭНД М. КЕРТИСС (RAND M. CURTISS) является президентом компании Loveman-Curtiss, Inc., расположенной в Пеппер Пайк, штат Огайо, — широко известной в стране фирмы по оценке бизнеса, основанной в 1986 году. Он имеет квалификацию CBA, присвоенную ему IBA, а также квалификацию ASA в области оценки бизнеса и в сфере руководства оценкой и ее анализа, присвоенную ему American Society of Appraisers. Он занимает пост регионального управляющего IBA, председателя Комитета по маркетингу данного института, и является членом комитетов по проверке деятельности членов обеих организаций. Он разрабатывает и читает курсы по оценке бизнеса, а также много пишет, преподает и выступает с лекциями по данным вопросам. Помимо этого он издает ежемесячный информационный бюллетень, распространяемый по всей стране. Его компания входит в состав национальной сети Американских оценщиков бизнеса.

УИЛЬЯМ Х. ДАНН (WILLIAM H. DUNN) в течение 30 лет занимался частной юридической практикой в Сан-Хосе, штат Калифорния, специализируясь в области организации и продажи бизнеса и в сфере недвижимости. Он имеет степень бакалавра по инженерной специальности, присвоенную Принстонским университетом (Princeton University), и степень Доктора права (JD), полученную в Школе права Стэнфордского Университета (Stanford Law School). Он являлся членом рабочей группы по реализации программ повышения квалификации специалистов (Continuing Education), проводимых Коллегией адвокатов штата Калифорния и ассоциацией California Escrow Association в масштабе всего штата. Он преподавал в Колледже Уэст Веллей (West Valley College) в Саратоге, штат Калифорния, и на отделении повышения квалификации Калифорнийского университета, где он вел курсы по законодательству в области недвижимости и по продаже компаний. Г-н Данн также является автором многочисленных статей по продаже бизнеса и автором книги *«Продажа небольшой компании»* (*«The Sale of a Small Business»*).

ЛЕОН У. ФЭРИС (LEON W. FARIS) является основателем и президентом компании Professional Accounting Sales, Limited, расположенной в Атланте, штат Джорджия. Данная фирма, основанная в 1983 году, специализируется на продаже бухгалтерских компаний по всей стране и имеет филиалы по всей территории Соединенных Штатов. Г-н Фэрис получил степень бакала-

вра (ВВА) в области обработки данных со специализацией в бухгалтерском учете и налогообложении в Университете штата Кентукки. Он написал нескольких статей, посвященных оценке и продаже бухгалтерских фирм, а также выступал с лекциями по данным вопросам; помимо этого он является автором методических пособий на тему покупки профессиональной практики, которые широко используются многими специалистами в области бухгалтерского учета. Г-н Фэрис через свою фирму принимал участие в продаже и покупке сотен компаний, предоставляющих услуги сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации (CPA) по всей стране. Он имеет квалификацию CPA и является членом American Institute of CPAs (Американский институт бухгалтеров высшей квалификации) и National Society of Public Accountants (Национальное общество бухгалтеров высшей квалификации), а также других обществ CPA во многих штатах США.

ДАРРЕЛЛ Л. ФАУТС (DARRELL L. FOUTS) является основателем и президентом компании Colorado Business Consultants, Inc., расположенной в Денвере, штат Колорадо. Эта фирма, основанная в 1978 году, специализируется на продаже компаний с товарооборотом от 1 до 20 миллионов долларов США, работающих в сфере производства и дистрибуции.

Г-н Фаутс получил степень бакалавра в области управления бизнесом в Университете штата Небраска, затем учился менеджменту и маркетингу в Университете штата Колорадо. Он имеет широкий опыт работы в качестве консультанта и специалиста по развитию бизнеса, а также опыт работы на посту главного исполнительного директора. В прошлом он занимал пост президента IBVA. Г-н Фаутс имеет квалификацию CBI, присвоенную ему IBVA, и звание его почетного члена (FCBI). Г-н Фаутс известен в стране своими лекциями по вопросам продажи компаний среднего размера.

ГРЕГОРИ А. ГИЛБЕРТ (GREGORY A. GILBERT) является президентом компании Corporate Valuations, Inc., расположенной в Портленде, штат Орегон. Фирма занимается оценкой компаний закрытого типа, публичных компаний, товариществ, а также фирм, находящихся в единоличном владении. Кроме того, фирма производит оценку материальных и нематериальных активов, а также занимается определением размера ущерба, нанесенного деловым интересам.

Г-н Гилберт имеет степень бакалавра экономики, полученную в Йельском университете (Yale University), и степень магистра бизнеса, присвоенную Массачусетским технологическим институтом (M.I.T.). Он является аккредитованным старшим оценщиком Американского общества оценщиков и участвует в работе его Business Valuation Committee (Комитет по оценке бизнеса). Он имеет квалификацию CFA, присвоенную ему Institute of Chartered Financial Analysts (Институт дипломированных финансовых аналитиков), и состоит членом Financial Analysts Federation (Федерация финан-

совых аналитиков). Он также является членом ESOP Association и IBA.

Грегори А. Гилберт является высококвалифицированным специалистом в области оценки бизнеса и выступает свидетелем-экспертом по вопросам бизнеса, нанесения ущерба и составления финансовых прогнозов. Он проводил семинары по оценке бизнеса в различных колледжах, университетах и в American Society of Appraisers. Им опубликованы различные статьи в местных и общенациональных изданиях.

ДЖОН Р. ГРЭМ (JOHN R. GRAHAM) преподает финансы в Школе бизнеса Фьюква (the Fuqua School of Business) Университета Дьюка (Duke University). Он также работал на одном из факультетов Университета штата Юта (University of Utah) и старшим финансовым экономистом в компании Virginia Electric and Power Company (штат Виргиния). Г-н Грэм получил докторскую степень в области управления бизнесом в Университете Дьюка. Он также получил магистерскую степень по экономике в Университете Содружества штата Виргиния (Virginia Commonwealth University) и имеет диплом о среднем специальном образовании в области математики и экономики Колледжа Уильяма и Марии (the College of William and Mary).

Исследовательская работа Джона Р. Грэма в основном лежит в областях инвестиционного менеджмента, корпоративного налогообложения и оценки бизнеса. Его работы были опубликованы в следующих изданиях: *«Journal of Financial Economics»*, *«Journal of Finance»*, *«Journal of Business»*, *«The Financial Analysts Journal»* и *«The Journal of Applied Corporate Finance»*. Его методы вычисления ставки корпоративного налогообложения используются Ibbotson Associates при расчете стоимости капитала. Эти данные можно получить в Интернете.

РИЧАРД ХУЛИХЭН (RICHARD HOULIHAN) является директором Houlihan Smith & Company, расположенной в Коста-Меса, штат Калифорния. Эта компания, основанная в сентябре 1986 года, специализируется в области банковских инвестиций и является зарегистрированным дилером-посредником. С 1986 года г-н Хулихэн являлся директором Houlihan Valuation Advisors; с 1977 по 1987 год — основателем, председателем, президентом и долевым собственником курорта Solitude Ski Resort; а с 1970 по 1977 год — основателем, президентом, председателем и долевым собственником компании Houlihan Lokey Howard & Zukin, Inc., одной из крупнейших фирм по оценке бизнеса в США. До основания Houlihan Lokey г-н Хулихэн с 1969 по 1970 год занимал пост вице-президента по финансам корпорации Satt-Sigoloff Industries Corporation, а также с 1963 по 1969 год являлся штатным аудитором и старшим специалистом MAS (Management Advisory Services — Служба управленческого консалтинга) и менеджером по управленческому консалтингу в компании Price Waterhouse & Company Management Advisory Services.

Ричард Хулихэн состоит членом American Institute of Certified Public Accountants и обществ Society of Certified Public Accountants штатов Калифорния и Невада. Он работал в National Business Valuation Committee (Национальный комитет по оценке бизнеса) Американского общества оценщиков, а также состоял членом Southern Nevada Estate Tax Planning Council (Совет по имущественному налоговому планированию Южной Невады). Г-н Хулихэн является автором книги *«Оценка неконтрольных пакетов акций в закрытой корпорации»* (*«The Valuation of Minority Interests in a Closely Held Corporation»*). Кроме того, он внес свой вклад в написание первого издания *«Пособия по оценке бизнеса»*, а также *«Руководства по слиянию и поглощению компаний для небольших и средних фирм»*. Он является сертифицированным бухгалтером высшей квалификации, старшим членом Американского общества оценщиков, специалистом по оценке бизнеса и сертифицированным оценщиком общего профиля (certified general appraiser). Г-н Хулихэн имеет степень бакалавра по специальности «бухгалтерское дело», полученную в Университете Брайгэм Янг (Brigham Young University), и степень магистра по теории оценки, присвоенную Колледжем Линденвуд (Lindenwood College).

БАД ХОУИ (BUD HOWE) является президентом компании Howe and Ely, расположенной в Честерфилде, штат Миссури. Эта фирма предоставляет консультационные и посреднические услуги и услуги по оценке бизнеса для компаний, занимающихся розничной торговлей пиломатериалами. Он имеет степень бакалавра, присвоенную Университетом Брэдли (Bradley University). На протяжении 30 лет он занимал пост директора и вице-президента компании Carver Lumber Company. Ранее он занимал пост президента и председателя NLBMDA (National Lumber and Building Material Dealers Association — Национальная ассоциация дилеров в области пиломатериалов и строительных материалов).

Г-н Хоуи является сертифицированным оценщиком бизнеса (CBA) и членом IBA. Он имеет квалификацию CBI, присвоенную ему IBBA, и является его членом. Он также имеет лицензию агента по недвижимости штата Миссури.

Г-н Хоуи внес основной вклад в составление нескольких общенациональных учебников по операциям со складами пиломатериалов, опубликовав также ряд статей в этой области. Кроме того, он ведет семинары по оценке бизнеса для дилеров, работающих в области торговли пиломатериалами.

ЛАЙЗА ДОУБЛДЖОНСОН (LISA DOBLE JOHNSON) в 1994 году была принята финансовым аналитиком в компанию Mercer Capital, Мемфис, штат Теннесси, в которой она приобрела опыт по всем направлениям консалтинга в области проведения операций, а также в оценке бизнеса. Заняв пост ди-

ректора по исследованиям, г-жа Джонсон, в подчинении которой находилась группа из шести человек, руководила реализацией нескольких тысяч исследовательских проектов. Она является широко известным в стране экспертом по исследованиям и часто выступает по вопросам, связанным с научной работой. Она также является автором многочисленных статей в этой области. Г-жа Джонсон имеет степень бакалавра, присвоенную Университетом штата Висконсин (University of Wisconsin), и степень Доктора права, полученную в Школе права Университета ДеПол (DePaul University School of Law). В настоящее время она работает над получением аккредитации при American Society of Appraisers.

КЕРТИС Р. КИМБОЛЛ (CURTIS R. KIMBALL) является главой компании Willamette Management Associates (WMA), расположенной в Атланте, штат Джорджия, — одной из старейших и самых крупных фирм в стране в области финансового консалтинга. Он также является директором регионального офиса этой компании в г. Атланта. До поступления на работу в WMA в 1988 году он работал в компании Citizens & Southern Trust Company. Г-н Кимболл также является национальным директором компании Willamette по работе в области оценки недвижимого, даримого и другого имущества и благотворительных взносов. Он имеет квалификации CFA и ASA в области оценки бизнеса, присвоенные American Society of Appraisers. В течение почти 20 лет он занимался оценкой бизнеса и долевой собственности в компаниях для целей имущественного планирования и других целей.

Г-н Кимболл имеет степень бакалавра экономики, полученную в Университете Дьюка, и степень MBA, присвоенную Университетом Эмори (Emory University). Он является широко известным лектором и автором ряда работ. Он также внес вклад в создание нескольких справочников по оценке частного бизнеса, включая следующие: «Оценка бизнеса» (*«Valuing a Business»*), «Оценка малого бизнеса и профессиональной практики» (*«Valuing Small Businesses and Professional Practices»*), «Финансовая оценка: компании и долевое участие в них» (*«Financial Valuation: Businesses and Business Interests»* (издание 1997 года, дополненное)). Г-н Кимболл выступал в качестве свидетеля-эксперта по оценке в Окружном суде США, Налоговом суде США, Суде США по вопросам банкротства, а также в других судебных органах.

БРАЙАН НАЙТ (BRIAN KNIGHT) является президентом компании Country Business, Inc., расположенной в Манчестер Центре, штат Вермонт. Эта фирма, работающая в области посреднических услуг и консалтинга, специализируется на покупке и продаже небольших и средних компаний и имеет 13 отделений, расположенных в крупнейших городах на северо-востоке США и в восточной части Канады.

Г-н Найт окончил Колледж Сент-Эндрюз (St. Andrews College), штат

Онтарио, и получил диплом с отличием в Школе бизнеса Университета Западного Онтарио (the University of Western Ontario School of Business). Он занимал пост главного исполнительного директора Redland Prismo (подразделение Red-land PLC.), а также старшего вице-президента компании Warner Communications, Inc., работая в подразделении кабельного телевидения (Cable TV Division) фирмы. Он являлся президентом Litton RCS (подразделение Litton Industries) — компании, занимающейся производством и маркетингом систем управления.

Г-н Найт имеет квалификацию FCBI, присвоенную International Business Brokers Association, и в настоящее время является членом ее совета директоров. Он также имеет квалификацию CBI этой ассоциации. Он является автором книги *«Приобретение бизнеса: правильный выбор компании и цены»* (*«Buying the Right Business at the Right Price»*).

ДЖОН Дж. КОТЛЯРЧИК (JOHN J. KOTLARCZYK) является директором компании Houlihan Valuation Advisors в г. Индианаполис, штат Индиана. Его профессиональный опыт включает работу на уровне руководителя старшего ранга и управляющего финансовой деятельностью ряда компаний, занимающихся производством, дистрибуцией и предоставлением услуг, в которых он отвечал за вопросы прибыли и убытков. Ранее он занимал должность менеджера по аудиту в компании Price Waterhouse. Он получил удостоверение CPA в 1971 году.

Начиная с 1975 года г-н Котлярчик работал на посту вице-президента по финансовым и административным вопросам в компаниях Censo, Inc. (производство и дистрибуция), ATM Network Management Corporation (услуги по обработке данных), Atlas Van Lines (перевозки и хранение) и Overland Express (автомобильные грузоперевозки). Он руководил приобретением крупнейших компаний, работающих в сфере предоставления услуг, и реализовал сделку по приобретению в частную собственность компании, котирующейся на Американской фондовой бирже (American Stock Exchange), сумма которой составила 70 миллионов долларов США. С 1988 года г-н Котлярчик занимался консультациями, по большей части в области финансового анализа, инвентаризации, управления активами и составления финансовой отчетности, которые были предоставлены им большому числу государственных и частных компаний, работающих в производственной сфере и в области теле- и радиовещания. Он имеет степень бакалавра в области бухгалтерского учета, полученную в Университете штата Иллинойс (University of Illinois).

ЙЕЛ КРЭМЕР (YALE KRAMER) занимается оценкой бизнеса с 1972 года. В 1981 году он основал компанию Reiss Corporation, расположенную в г. Де-Мойн, штат Айова, которая специализировалась на оценке закрытых компаний до момента ее слияния с компанией McGladrey & Pullen в 1997 году.

Он проводил оценку в различных целях, включая цели налогообложения (расчет федерального налога на дарение и имущество), имущественного планирования, составления ESOP и тендерных предложений, слияния и поглощения компаний, конфискации акций, а также оценку патентов и других неосязаемых активов; кроме того, Йел Краэмер занимался оценкой в судебных целях по вопросам ликвидации бизнеса, улучшенной выгоды и прочих экономических изменений в работе компаний. Г-н Краэмер проводил работу, касающуюся вопросов оценки, примерно в 20 штатах. Он выступал свидетелем-экспертом как в судах штатов, так и в федеральных судах. Он был назначен специальным судебным распорядителем и арбитром окружных судов штата Айова. Г-н Краэмер является автором учебника для бухгалтеров по оценке закрытых компаний. Он также внес большой вклад в другие издания, затрагивающие вопросы оценки бизнеса, при создании которых он выступал в качестве рецензента или автора статей. Йел Краэмер вел семинары по вопросам оценки бизнеса в Соединенных Штатах, Канаде и Китайской Республике, организованных при поддержке Правительства Китая и Министерства торговли США. Он участвовал в разработке и/или вел курсы по оценке бизнеса, спонсором которых выступали American Society of Appraisers, American Institute of Certified Public Accountants и ряд Обществ CPA отдельных штатов.

Г-н Краэмер занимал ряд ведущих должностей в отрасли оценки бизнеса. Он имеет квалификацию Аккредитованного старшего оценщика, присвоенную American Society of Appraisers. Он также является CPA, аттестованным в области оценки бизнеса, и поверенным. Йел Краэмер окончил Школу права Университета Вашингтона (Washington University Law School) в Сент-Луисе, штат Миссури, и имеет степени бакалавра, MBA и Доктора права, присвоенные Университетом Дрейка (Drake University) в г. Де-Мойн, штат Айова.

АЛЛАН Л. Р. ЛЭННОМ (ALLAN L. R. LANNOM) принимает активное участие в профессиональной оценочной деятельности с 1969 года. Он занимался подготовкой заданий на оценку, руководством их выполнения, а также предоставлением консультаций по выполнению заданий на оценку, охватывавших большинство сторон деятельности в процессе оценки коммерческих предприятий и нематериальных активов. Оценки бизнеса, проведенные г-ном Лэнном, использовались в целях продажи/приобретения компаний, финансирования бизнеса, расчета налогов (подходного налога, налога с объявленной цены, налога на имущество и наследство), распределения цены покупки, корпоративного планирования, решения вопросов, связанных с коллективной собственностью, имущественного планирования, изменения структуры капитала товариществ и корпораций, создания и развития трастов, а также для претворения в жизнь и переоценки ESOP.

Г-н Лэнном являлся одним из пяти членов рабочей группы по разработ-

ке стандартов оценки бизнеса для Appraisal Standards Board of the Appraisal Foundation (Совет по стандартам оценки при Фонде оценки). В настоящее время он работает в составе Issues Resource Panel (Группа специалистов по вопросам ресурсов) данного фонда. Он также занимал пост международно-го президента American Society of Appraisers в 1989-1990 гг. Г-н Лэнном имеет ряд званий, присвоенных ему этим обществом, а в 1991 году он был избран в College of Fellows (Коллегию почетных членов) ASA.

МАЙКЛ ЛЕММОН (MICHAEL LEMMON) с 1995 года работает профессором Государственного университета штата Аризона (Arizona State University) и читает курсы студентам и выпускникам по программам MBA. До работы в университете он несколько лет проработал инженером-конструктором в компаниях Hughes Aircraft Company и Avantek Incorporated. Он имеет степень магистра электротехники и доктора в области управления бизнесом. Обе степени были получены им в Университете штата Юта. В настоящее время в сферу интересов г-на Леммона входят вопросы оценки бизнеса, инсайдерной торговли ценными бумагами, определения размера вознаграждения, выплачиваемого менеджерам, управления корпорациями и разработки структуры капитала. Он опубликовал ряд статей в «*Journal of Finance*» и в «*Journal of Applied Corporate Finance*».

МЭРИ Б. МАККАРТЕР (MARY B. McCARTER) является главой и основателем компании Columbia Financial Advisors, Inc. — фирмы, занимающейся оценкой бизнеса и финансовым консалтингом. Штаб-квартира фирмы находится в Портленде, штат Орегон. Г-жа Маккартер имеет степень бакалавра математики, полученную в Колледже Кеньон (Kenyon College), и степень магистра в области управления бизнесом и финансами, полученную в Университете Портленда. Она имеет квалификацию CFA, присвоенную ей Association for Investment Management and Research (Ассоциация по управлению и исследованиям в области инвестиций), а также квалификацию ASA в области оценки бизнеса, присвоенную American Society of Appraisers. В настоящее время она состоит членом Комитета по международному образованию данного общества. Ею был разработан для ASA курс «Business Valuation 201», и она часто ведет в данной организации занятия по оценке бизнеса. Она также входит в совет попечителей фонда Appraisal Foundation. Г-жа Маккартер часто выступает на заседаниях отраслевых ассоциаций и различных промышленных групп по вопросам оценки бизнеса и оценке ESOP. Она является автором многих статей, опубликованных различными профессиональными и отраслевыми изданиями. На протяжении последних 17 лет г-жа Маккартер принимала активное участие в оценке бизнеса и выступала свидетелем в федеральных и окружных судах.

ДОН Р. МАКАЙВЕР (DON R. McIVER) является посредником по купле и

продаже бизнеса, работающим в компании American Business Group, Inc., расположенной в Далласе, штат Техас. Фирма специализируется на оценке и посреднической деятельности в области купли-продажи закрытых компаний на всей территории США. Кроме того, г-н Макайвер работает агентом по франшизингу — посредником по поиску клиентов для ряда ведущих американских компаний, предоставляющих права продажи своей продукции на основании договора франшизы, а также представляет потенциальных участников такого договора друг другу.

Его послужной список включает членство в International Business Brokers Association, где он имеет статус уставного члена и соучредителя. Он также состоял президентом вышеуказанной ассоциации. Г-ну Макайверу присвоена квалификация CBI и звание FCBI (почетного члена IBBA) за его вклад в области предоставления посреднических услуг по купле и продаже бизнеса.

Г-н Макайвер был пионером в ныне быстро развивающейся отрасли области предоставления посреднических услуг по купле и продаже бизнеса. Он являлся соучредителем TABB (Texas Association of Business Brokers), в которой он занимал пост президента и главы филиала в г. Даллас и где ему было присвоено звание BCB. Он работает в сфере посреднических услуг по купле и продаже бизнеса более 28 лет. Прежде он работал менеджером по продажам в ряде компаний из числа 500 крупнейших фирм США, работающих в таких разных отраслях, как медицинская диагностика, поставка патентованных лекарственных препаратов, потребительских товаров, предоставление финансовых услуг, продажа химикатов и поставка расходных материалов для офисов.

ГРЕЙ МЕРРИМЭН (GREY MERRYMAN) занимается банковскими инвестициями и занимает пост вице-президента компании Houlihan Smith & Company, Inc., расположенной в Оукбрук Террас, штат Иллинойс. Эта фирма специализируется в банковской инвестиционной деятельности и предоставляет финансовые и консалтинговые услуги открытым акционерным компаниям и частным фирмам средней величины. Г-н Мерримэн до этого работал аналитиком в Merger & Acquisition Group компании EVEREN Securities, Inc. (ранее называвшейся Kemper Securities, Inc.), в которой он провел несколько крупных операций в области корпоративных финансов, представляя интересы как покупателей, так и продавцов.

До поступления в EVEREN Securities г-н Мерримэн был партнером в отделениях Mid-Atlantic Companies, Ltd. в Чикаго, штат Иллинойс, и в Вашингтоне, округ Колумбия. Реализованные им проекты включали передачу компаний в порядке наследования и планирование их дальнейшей деятельности, имущественное планирование, планирование выплат акционерам и руководству компаний, моделирование распределения активов, проведение слияния и поглощения компаний, а также прочие услуги в сфере общего

развития корпораций. Г-н Мерримэн имеет степень ВВА и диплом с отличием в области финансов, полученный в Университете Джорджа Вашингтона (George Washington University). Он является кандидатом на получение квалификации CFA, успешно завершившим Уровень 1, а также кандидатом на присвоение квалификации в области оценки бизнеса American Society of Appraisers.

РЭЙМОНД К. МАЙЛЗ (RAYMOND C. MILES) известен в стране как авторитетный специалист по оценке бизнеса. Он был в числе основателей Institute of Business Appraisers, в котором он занимал пост исполнительного директора. Он является одним из примерно 1500 аккредитованных профессиональных специалистов по оценке бизнеса в США и Канаде и одним из всего лишь примерно 200 оценщиков бизнеса, аккредитованных как при IBA, так и при ASA. Он также состоит почетным членом IBA и IBBA. Он один из всего лишь двух специалистов, удостоенных награды Magna Cum Laude, присваиваемой National Association of Certified Valuation Analysts (Национальная ассоциация сертифицированных аналитиков в сфере оценки). Г-н Майлз также состоял членом Business Valuation Task Force (Рабочая группа по оценке бизнеса) общественного Фонда оценки (Appraisal Foundation), который представляет собой организацию, оказывающую консультативные услуги правительственным агентствам в вопросах, связанных с оценкой.

Г-н Майлз провел более 100 семинаров в США и Канаде по вопросам оценки бизнеса для специалистов в области посреднических услуг и оценки. Он является разработчиком Метода прямой информации о рынке (the Direct Market Data Method), используемого для определения рыночной стоимости компаний, находящихся в частной собственности. Занимая пост исполнительного директора IBA, г-н Майлз произвел анализ нескольких сотен отчетов об оценке, представленных кандидатами на звание Сертифицированного оценщика бизнеса.

Г-н Майлз является автором многочисленных публикаций по вопросам оценки бизнеса, в т.ч. трех книг и учебных пособий: книги *«Как определить стоимость бизнеса»* (*«How to Price a Business»*), опубликованной издательством Prentice-Hall, *«Самоучитель по оценке бизнеса»* (*«A Self-Study Course on Appraising Businesses»*), опубликованного Institute of Business Appraisers, и учебника *«Основы оценки бизнеса»* (*«Basic Business Appraisal»*), выпущенного издательством John Wiley & Sons, Inc.

БРЮС Д. МИЛН (BRUCE D. MILNE) является основателем компании Corum Group Ltd., расположенной в Белльвю, штат Вашингтон. Эта фирма специализируется на слиянии и объединении компаний, работающих в области разработки программного обеспечения. Он также занимает пост председателя конференции «Selling Up Selling Out», которая за последние восемь лет проводилась более 140 раз. За период с 1990 г. по 1999 г. г-н

Милн реализовал большее количество сделок по продаже частных компаний, работающих в области программного обеспечения, чем кто-либо еще в мире (на сумму свыше 2 миллиардов долларов США). Г-н Милн является одним из ведущих экспертов в области слияния компаний, занимающихся программным обеспечением. Он часто выступает в печати и читает лекции по оценке и приобретению компаний этого профиля. При содействии Согит он опубликовал три книги, включая *«Эффективное планирование — структуризация компании-разработчика программного обеспечения как путь к успеху»* (*«Power Planning-Structuring Your Software Company for Success»*). Он также является издателем информационного бюллетеня *«Merge»*, посвященного вопросам слияния и поглощения компаний, работающих в области программного обеспечения, а также редактором *«Руководства по инвестициям в области программного обеспечения»* (*«Software Investment Guide»*).

До работы в Согит, к которой он приступил в конце 1985 года, г-н Милн владел тремя фирмами, занимавшимися разработкой программного обеспечения, включая последнюю его компанию RoseSoft — разработчика программы «ProKey», число пользователей которой насчитывает 120000 частных лиц и организаций и получившей награду редакции журнала *«PC Magazine»*. Он также основал компанию Accountants Microsystems, Inc. (AMI) — самого крупного в стране поставщика вертикально интегрированных микрокомпьютерных прикладных программ для практикующих бухгалтеров.

История профессиональной деятельности г-на Милна в данной отрасли включает его работу в прошлом на посту консультанта совета директоров компаний Apple, COMDEX, Microsoft и IBM. Он является основателем и экс-председателем Washington Software Association (Ассоциация разработчиков программного обеспечения Вашингтона), а также бывшим директором Washington Technology Center (Технологический центр Вашингтона) Вашингтонского Университета (the University of Washington). Он также работал в составе различных гражданских и корпоративных советов и консультационных групп, включая Governor's Business Advisory Board (Совет губернатора по консультированию в области бизнеса), Puget Sound Business Journal Advisory Board (Совет по консультированию в сфере бизнеса журнала «Puget Sound Business»), а также аналогичных советов нескольких компаний, работающих в области программного обеспечения.

Г-н Милн с отличием окончил Вашингтонский Университет по специальности «международный бизнес». Он также имеет степень MBA с отличием, полученную в Гарвардской Школе бизнеса, где он специализировался на исследованиях в области дистрибуции в компьютерной отрасли.

БРАЙАН Т. НЕЙПИР (BRIAN T. NAPIER) состоит почетным членом American Society of Appraisers и имеет квалификацию в области оценки биз-

неса, присвоенную данным обществом. Он имеет 29-летний опыт работы, связанной с определением стоимости закрытых компаний. ASA проводит программу обязательной повторной сертификации: в соответствии с этой программой сертификат г-на Нейпира был подтвержден с его продлением до 13 апреля 2003 года. Брайан Т. Нейпир занимал различные посты в данном обществе, в том числе в Business Valuation Committee, International Board of Examiners (Международный совет экспертов), а также работал на должности управляющего ASA. Он имеет степень бакалавра в области гражданского строительства и степень магистра в области управления бизнесом.

Г-н Нейпир начал заниматься оценкой стоимости бизнеса по заказу кредитных организаций, проводимой для цели оценки возможности продолжения деятельности компаний и в случаях слияния/поглощения фирм, в 1969 году. В 1974 году он непосредственно занялся оценкой закрытых компаний для целей налогообложения, таких как расчет налога на даримое и другое имущество, а также для разработки ESOP, в самых различных отраслях. Выполненная им оценка ESOP использовалась для определения выполнимости таких планов, а также для обеспечения их претворения в жизнь и должного функционирования. Он выступал экспертным свидетелем по данному вопросу в федеральных налоговых судах и на заседаниях American Arbitration Association (Американская арбитражная ассоциация), а также на слушаниях, проводимых по требованию Налогового управления США, Министерства труда (Department of Labor) и различных правительственных агентств местного, регионального и национального уровня. Его оценки стоимости использовались в целях продажи, приобретения, оценки возможности продолжения деятельности компаний, а также корпоративного финансирования, корпоративного и имущественного планирования, создания и развития трастов, расчета налога на наследуемое и даримое имущество, планирования выплат подоходного налога, а также для постоянной переоценки планов по включению сотрудников в число акционеров компаний (ESOP).

ЧАРЛЬЗ К. ОППЕНГЕЙМЕР (CHARLES K. OPPENHEIMER) занимается вопросами слияния и поглощения компаний в течение более 30 лет. Он являлся владельцем двух типографий и ежедневной газеты, а также владел долевой собственностью в нескольких газетах рекламных объявлений, журналах и в компании по продаже произведений графического изобразительного искусства. Г-н Оппенгеймер также участвовал в приобретении, деятельности и продаже более 200 компаний как для себя лично, так и для связанных с ним предприятий. Объем таких сделок составлял от 1 миллиона до более 700 миллионов долларов США. Он основал три успешные компании с оборотом в несколько миллионов долларов США, ставшими лидерами в своих областях, а также сумел улучшить положение на рынке нескольких других компаний. Имея личный опыт управления собственными компаниями, их

покупки и продажи, он побывал на месте многих из своих клиентов и поэтому владеет знаниями об их положении из первых рук.

ЧАРЛЬЗ М. ПЕРКИНС (CHARLES M. PERKINS) является основателем и владельцем компании The Boston Restaurant Group, Inc., расположенной в Боксфорде, штат Массачусетс. Эта фирма специализируется на продаже ресторанов, их оценке и на аренде ресторанных помещений.

Г-н Перкинс получил образование в Колледже Дикинсона (Dickinson College) и Университете штата Виргиния (the University of Virginia). Он работал агентом по купле и продаже ресторанного бизнеса более 15 лет, а до этого занимал должность регионального менеджера в компании Friendly Ice Cream Corporation, а также управлял по лицензии компании Dunkin' Donuts сетью точек, предлагавших продукцию этой фирмы.

Г-н Перкинс является активным членом и преподавателем Massachusetts Restaurant Association (Ассоциация ресторанного бизнеса штата Массачусетс) и Small Business Administration (Администрация малого бизнеса). Он написал учебный курс «Продажа и оценка ресторанов» («Selling and Appraising Restaurants») для IBBA. Г-н Перкинс имеет звание FCSI, присвоенное данной ассоциацией. Он также периодически пишет статьи для ряда отраслевых изданий, часто выступает с лекциями перед группами бизнесменов, в колледжах и университетах, и в том числе был главным докладчиком по вопросу оценки ресторанов на конференции American Institute of Certified Public Accountants, проводившейся в Новом Орлеане, штат Луизиана.

УИЛЬЯМ Р. РАЙС (WILLIAM R. RICE[†]) являлся главой Houlihan Valuation Advisors — компании национального масштаба, занимающейся оценкой и консалтингом в области капитала. Г-н Райс имел квалификацию CVA и занимался оценкой собственности в области радиовещания и кабельного телевидения с 1983 года. До этого он работал в отрасли радиовещания. Под его управлением или в его собственности находились станции в штатах Техас, Огайо, Иллинойс и Флорида.

Г-н Райс состоял членом National Association of Broadcasters (Национальная ассоциация радиовещания) и Ohio Association of Broadcasters (Ассоциация радиовещания штата Огайо). Он преподавал финансовый менеджмент в области радиовещания в Университете штата Огайо (Ohio University). В 1997 г. и 1998 г. он провел совместно с Робом Шлегелем (Rob Schlegel) несколько семинаров по оценке технологических компаний для IBA. Написанная им глава «Оценка компаний, работающих в области радиовещания и кабельного телевидения» («Valuing Radio and Cable TV Businesses») в значительной мере основана на материалах этого семинара.

[†] Примечание редакторов: Г-н Уильям Р. Райс скончался в июле 1998 года.

Уильям Райс получил степень бакалавра в области социологии в Государственном университете штата Огайо и степень магистра в области журналистики (MSJ) в Северо-западном Университете (Northwestern University).

РОБЕРТ У. СКАРЛАТА (ROBERT W. SCARLATA) является основателем и управляющим директором компании The March Group, LLC. Штаб-квартира компании находится в Кингз Хилл, Виргинские острова, и имеет отделения в Хоупвелле, штат Нью Джерси, в Шарлотте, штат Северная Каролина, в Атланте, штат Джорджия, в Нэшвилле, штат Теннесси, в Тампе, штат Флорида, и в г. Форт Уэйн, штат Индиана. Компания The March Group специализируется на оценке, маркетинге и продаже частных компаний средней величины к востоку от Скалистых гор и в регионе Карибского моря. Количество успешно осуществленных сделок компании насчитывает более 250.

Г-н Скарлата имеет степень бакалавра в области управления бизнесом, полученную в Университете штата Коннектикут (University of Connecticut), и степень Доктора права, присужденную Университетом Майами (the University of Miami), расположенным в Корал Гейблз, штат Флорида. Он начал свою карьеру предпринимателя в возрасте 21 года, во время обучения в Университете штата Коннектикут, сдавая студентам в аренду холодильники. В то время в его собственности находилось более 500 холодильников. В течение более 10 лет он работал специалистом по сбыту, продавая сложное оборудование для предприятий, производящих пластмассу и изделия из нее, и для бумажного производства.

Г-н Скарлата состоит членом IBBA и имеет квалификацию CBI.

РОБЕРТ К. ШЛЕГЕЛЬ (ROBERT C. SCHLEGEL) является главой отделения компании Houlihan Valuation Advisors, расположенного в Индианаполисе, штат Индиана. Его профессиональный опыт включает в себя продолжительную работу в области оценки бизнеса, имущественного планирования, изучения рынка и экспертизы бухгалтерской отчетности в судебной практике. Он выступал экспертом в федеральных судах и судах штатов, а также руководил многочисленными обследованиями, касающимися вопросов стоимости бизнеса, упущенной выгоды, нарушения патентных прав, интеллектуальной собственности, проводившихся для клиентов, работающих в отраслях высоких технологий, радиовещания и телефонной связи.

Г-н Шлегель имеет среднее специальное экономическое образование (полученное в Occidental) и степень магистра в области трудовых и производственных отношений, присвоенную Университетом штата Мичиган. После получения степени MBA он продолжил свое обучение, сдав в Case Western Reserve квалификационный экзамен на получение сертификата о присвоении звания эксперта (Certificate of Advanced Proficiency) в области систем управления информацией. Он состоит членом American Society of Appraisers, IBA, National Association of Business Economists (Национальная

ассоциация экономистов в области бизнеса) и является директором Indiana Chapter of the Society of Professionals in Dispute Resolution (Отделение в штате Индиана Общества профессиональных специалистов в области урегулирования споров). Он имеет профессиональное звание CBA и ASA в области оценки бизнеса. Кроме того, он имеет несколько квалификаций в технических областях: CISA (Certified Information Systems Auditor — Сертифицированный аудитор информационных систем), CDP (Certified Data Processor — Сертифицированный специалист по обработке данных), CSP (Certified Systems Professional)/Systems Analysis (Сертифицированный специалист в области системного анализа) и CCP (Certified Computing Professional in Management — Сертифицированный специалист по использованию вычислительной техники в области менеджмента).

КЕЛВИН Г. ШЁН (CALVIN G. SCHOENE) является основателем и президентом компании Sovereign Advisory Services, расположенной в Хьюстоне, штат Техас, и специализирующейся на консалтинге и оценке в области гостиничного/мотельного бизнеса. Он имеет степень бакалавра, полученную в Колледже Друри (Drury College), а также закончил обучение по программе повышения квалификации в области оценки и в сфере недвижимости. Г-н Шён имеет лицензию агента по недвижимости двух штатов и является Сертифицированным специалистом по общей оценке штата Техас (Texas State Certified General Appraiser). Он вел семинары по оценке и посредническим услугам в области продажи гостиничного/мотельного бизнеса для агентов по недвижимости и посредников во многих штатах США.

За свой 30-летний опыт работы в гостиничном хозяйстве Келвин Г. Шён действовал в качестве владельца и управляющего отелей и мотелей, посредника по их купле и продаже и оценщика. Он выступал свидетелем-экспертом в местных судах, судах штатов и федеральных судах.

ТОМАС К. СТЭНТОН (THOMAS C. STANTON) начал заниматься оценкой компаний в 1978 году в рамках своей исследовательской деятельности, связанной с преподаванием в университете, и рассматривал это как побочное занятие. В 1981 году он был аккредитован в качестве сертифицированного оценщика бизнеса при IBA, в котором он в настоящее время занимает пост регионального управляющего Юго-восточным регионом (штаты Северная и Южная Каролина, Джорджия, Теннесси, Миссисипи, Алабама, Флорида, а также Пуэрто-Рико и Виргинские острова). Его опыт преподавательской и научной деятельности включает одиннадцать лет на посту президента Университета Фрэнсис Мэрион (Francis Marion University) в штате Южная Каролина и семь лет на посту проректора Университета Джеймса Мэдисона (James Madison University) в штате Виргиния.

На протяжении последних двух десятков лет г-н Стэнтон занимался оценкой компаний, работающих в области производства, оптовой и рознич-

ной торговли, а также строительства. Кроме того, он имеет опыт оценки профессиональных практик (преимущественно стоматологических и архитектурных), а также некоторых специализированных фирм. Целью таких оценок являлось оказание услуг заинтересованным сторонам в их работе, относящейся к составлению ESOP (планов включения сотрудников в число акционеров компании), решению споров, связанных с разделом бизнеса, составлению договоров купли-продажи, урегулированию имущественных споров при разводах и вопросам налогообложения. Он основал свою собственную практику в области консалтинга и оценки в 1993 году, а затем включил в сферу своей фирмы экспертизу для судебных целей, проводимую в случае смерти в результате противоправных действий, неправомерного расторжения отношений, оскорбления личности, нанесения материального ущерба и невыполнения обязательств по отношению к работодателю.

Томас С. Стэнтон является автором большого числа статей, а также широко известен как лектор. Имя г-на Стэнтон включено в сборник *«Кто есть кто в Америке»* (*«Who's Who in America»*). Он получил базовое высшее образование в Университете штата Мэриленд (University of Maryland) и докторскую степень в Университете Джорджа Вашингтона (George Washington University) в Вашингтоне, округ Колумбия. В январе 1997 года IBA присвоил ему звание почетного члена института за его выдающийся вклад в работу этой организации.

СТИВЕН СТРЭНД (STEPHEN STRAND). После многих лет владения собственной компанией Anania Strand & Associates, занимавшейся оказанием посреднических услуг в области купли и продажи бизнеса, Стивен Стрэнд последовал собственным советам, которые он давал своим клиентам, и приобрел в 1994 году производственную компанию. В настоящее время он является владельцем компании Sir Speedy в г. Портленд, штат Мэн, имеющей франшизу на производство печатных и копировальных работ. Г-н Стрэнд продолжает консультировать частные компании. Он является сертифицированным бухгалтером высшей квалификации, аттестованным соответствующими органами штатов Мэн и Массачусетс, а также имеет степень магистра финансов. Кроме управления собственным бизнесом г-н Стрэнд занимается преподаванием бухгалтерского учета в Колледже Св. Иосифа (St. Joseph's College) в звании адъюнкт-профессора. Он и его семья живут в тихом районе г. Ярмут, штат Мэн.

С. КРИС САММЕРЗ (S. CHRIS SUMMERS) является одним из руководителей Brinig & Company, Inc. — фирмы, работающей в области оценки и финансового консалтинга, расположенной в Сан-Диего. Он является сертифицированным бухгалтером высшей квалификации, аккредитованным ассоциацией AICPA в области оценки бизнеса. Кроме того, он имеет квалификацию CFA и старшего члена (ASA) Американского общества оценщиков, а

также является членом Международного совета экспертов этой организации. Он имеет степень бакалавра в области управления бизнесом и степени магистра в области финансов и бухгалтерского учета, полученную в Университете штата Техас.

Г-н Саммерз проводит консультации в области оценки, а также сам занимается оценкой бизнеса при продаже и приобретении компаний и долевом участии в них, расторжении брака, расчете налога на даримое и недвижимое имущество, заключении договоров купли-продажи, ведении судебных дел, связанных с банкротством и подачей исков о возмещении убытков, а также при составлении планов по включению сотрудников в число акционеров компаний (ESOP).

МАКСВЕЛЛ Дж. «МАК» ТОБ (MAXWELL J. «MAC» TAUB) является владельцем фирмы M.J. Taub Associates, Inc., работающей в области оценки бизнеса, расположенной в Форест Хиллз, штат Нью Йорк. До этого он в течение шести лет работал посредником по купле и продаже компаний. Он имеет степень бакалавра экономики, полученную в Гарвардском Колледже (Harvard College) и степень MBA, присвоенную Гарвардской Школой бизнеса (Harvard Business School).

Г-н Тоб является имеет квалификацию ASA, присвоенную Американским обществом оценщиков, и квалификацию CBA, присвоенную Институтом оценки бизнеса. Он занимал пост международного председателя Совета по повторной аккредитации (Reaccreditation Board) Американского общества оценщиков и занимал посты местного значения в Лонг-Айлендском и Принстонском отделениях этой организации. Г-н Тоб является автором многочисленных статей по оценке бизнеса, продаже и покупке компаний и посредническим услугам в этой области.

ЭДВАРД К. ТЕЛЛИНГ, Мл. (EDWARD C. TELLING, JR.) является основателем и президентом The Telling Group, Ltd., расположенной в Сиракузах, штат Нью Йорк. Эта фирма, основанная в 1982 году, специализируется на предоставлении посреднических услуг в реализации сделок по купле и продаже бизнеса, сумма которых составляет 500 тысяч долларов США и выше. Г-н Теллинг имеет степень бакалавра в области управления бизнесом, полученную им в Университете Дрексела (Drexel University), и степень MBA в области корпоративных финансов, присвоенную Корнелльским Университетом (Cornell University). Он входил в состав группы штатных советников по финансовым вопросам президента компании General Motors Corporation. Прошел службу в армии США в звании капитана.

Г-н Теллинг состоит членом организации M&A Source, работающей в сфере слияния и поглощения компаний. В прошлом он также занимал пост члена совета IBBA. Г-н Теллинг является автором Professional Packaging System — наиболее популярного из имеющихся пакетов прикладных про-

грамм, используемых в сфере посреднических и брокерских услуг.

ПУНАМ ВАЙДЯ (POONAM VAIDYA) является старшим консультантом по оценке бизнеса в компании Morrison, Brown, Argiz and Company, расположенной в Майами, штат Флорида. Эта фирма специализируется на оценке бизнеса в ходе судебных разбирательств, а также занимается на постоянной основе оценкой агентств по продаже автомобилей, проводимой в случае развода, возникновения разногласий между акционерами, споров между предприятиями, связанными договорами франшизы, между производителями и дилерами, а также между дилерами и продавцами. Опыт г-жи Вайдя включает проведение оценки компаний и обществ с ограниченной ответственностью для целей налогообложения.

Г-жа Вайдя оказала помощь в разработке базы данных компании, которая позволяет следить за текущей рыночной стоимостью компаний, работающих в области автодиллинга. Она имеет степень магистра в области финансов, инвестиций и банковского дела, полученную в Университете штата Висконсин (the University of Wisconsin) в Мэдисоне. В Бомбейском Университете (University of Bombay) она получила степень магистра в области управления бизнесом со специализацией в маркетинге, а также степень в области бухгалтерского учета. Г-жа Вайдя имеет квалификацию CBA, присвоенную ей Институтом оценщиков бизнеса (IBA), а в настоящее время работает над получением квалификации ASA.

ДЖОЗЕФ Д. ВИНСО (JOSEPH D. VINSO) является президентом Financial Resources Management, Inc., расположенной в Миссуле, штат Монтана. Он имеет значительный опыт как в подготовке оценки, так и в обучении ее проведению. В течение некоторого времени он состоял штатным адъюнкт-профессором и преподавал финансы и экономику бизнеса в Университете Южной Калифорнии (University of Southern California), а также занимал пост в Уортонской Школе (Wharton School) Пенсильванского Университета (University of Pennsylvania) и в Университете штата Мичиган. Г-н Винсо также работал финансовым аналитиком в компании Dow Chemical Company USA.

Г-н Винсо опубликовал ряд работ в ведущих журналах, освещающих финансовые и экономические вопросы, а также вопросы оценки бизнеса. Некоторые из этих статей, касающихся вопросов установления обоснованной рыночной стоимости акций закрытых корпораций, были процитированы в качестве авторитетного источника при судебном разбирательстве по делу «Рональд и Баркли (Ronald and Barkley) против 4-C's Electronic Packaging, Inc.» (1985 год). Он написал несколько книг, включая следующие: «Оценка долей в закрытых компаниях» («Valuation of Closely Held Business Interests»), опубликованную California CPA Society, г. Редвуд, Калифорния, издание пятое, 1993 год; «Теория и практика оценки бизнеса»

(«*Business Valuation: Theory and Practice*»), опубликованную J & H Publishing, Миссула, Монтана, 1996 год, «*Определение ущерба в ходе судебного разбирательства, касающегося вопросов бизнеса*» («*Determining Damages in Business Litigation*»), опубликованную California CPA Society, г. Редвуд, Калифорния, издание третье, 1993 год, а также «*Определение ущерба в ходе судебного разбирательства*» («*Determining Damages in Litigation*»), опубликованную J & H Publishing, Миссула, Монтана, 1995 год. Кроме того, он проводил обучение по этим вопросам сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации и ассоциаций адвокатов в пяти штатах, а также выступал экспертным свидетелем в Сенате Соединенных Штатов, окружных судах США, судах США по делам банкротств, Верховном суде штата Калифорния, окружных судах штатов Монтана, Невада, Индиана и Аризона, в Налоговом суде США, Апелляционной коллегии по вопросам договоров при Инженерном корпусе армии США (the U.S. Corps of Engineers — Board of Contract Appeals), в различных арбитражных организациях, а также в Суде племени Салиш-Кутенаи (the Tribal Court of the Salish-Kootenai Tribe).

Г-н Винсо имеет докторскую степень в области управления бизнесом (по специальности экономика финансов), присвоенную Университетом штата Мичиган (University of Michigan), степень магистра в той же области, полученную в Центральном Мичиганском Университете (Central Michigan University), а также диплом Корнелльского Университета (Cornell University) по специальности химика-технолога. Г-н Винсо имеет квалификацию ASA, присвоенную Американским обществом оценщиков, а также квалификацию CBA, присвоенную Институтом оценщиков бизнеса.

РИЧАРД М. ВАЙЗ (RICHARD M. WISE) имеет квалификацию и звания FCA, FCBV, ASA, CBA, C.Arb, CFE. Он является основателем, партнером и управляющим компании Wise, Blackman — одной из ведущих канадских консалтинговых фирм, занимающихся исключительно оценкой бизнеса и судебными процессами, касающимися финансовых вопросов. Г-н Вайз является выпускником Университета Макгилл (McGill University) в Монреале. В прошлом он занимал пост президента Canadian Institute of Chartered Business Valuators (Канадский институт сертифицированных оценщиков бизнеса). Он является почетным членом Order of Chartered Accountants of Quebec (Общество дипломированных бухгалтеров Квебека) и Institute of Chartered Accountants of Ontario (Институт дипломированных бухгалтеров Онтарио), а также состоял в Международном совете управляющих (International Board of Governors) Американского общества оценщиков. Он является секретарем ASA Business Valuation Committee и членом Standards Subcommittee (Подкомитет по стандартам) данного общества.

Ричард М. Вайз является автором книги «*Судебное разбирательство по финансовым вопросам — количественное определение ущерба биз*

несу и стоимости» (*«Financial Litigation-Quantifying Business Damages and Values»*) (Canadian Institute of Chartered Accountants), соавтором «Руководства по оценке бизнеса в Канаде» (*«Guide to Canadian Business Valuations»*) (изд-во Carswell), а также соавтором книги «Следственные и судебные вопросы в практике бухгалтерского учета» (*«Investigative and Forensic Accounting Practice Issues»*) (CICA). Г-н Вайз много пишет и выступает по всей Северной Америке с лекциями по вопросам оценки бизнеса и судебного разбирательства в области финансовых вопросов. Он часто выступает на профессиональных конференциях юристов, бухгалтеров и специалистов по оценке бизнеса. Он входит в состав Permanent Advisory Committee (Постоянный консультационный комитет) программы правовых семинаров юридического факультета Университета Макгилл.

Г-н Вайз более 20 лет проводил консультации по оценке для канадского правительства и промышленных предприятий. Он непосредственно участвовал в оценке долевого участия в более чем 2000 частных и публичных компаний. Г-н Вайз выступал на судебных заседаниях в качестве свидетеля-эксперта, назначенного судом, в более чем 125 слушаниях по всей территории Канады, а также в США. Г-н Вайз являлся специальным помощником заместителя премьер-министра Хёрба Грэя (Herb Gray), когда тот занимал пост Министра государственных доходов. Г-н Вайз награжден Генерал-губернатором Памятной медалью в честь 125-летия образования Канады.

ВВЕДЕНИЕ	xxxix
-----------------------	--------------

ЧАСТЬ ПЕРВАЯ: Оценка компаний:	
цель, рынок и ресурсы	1

ГЛАВА ПЕРВАЯ Зачем нужно производить оценку бизнеса и кто должен ее производить	3
--	----------

ГЛАВА ВТОРАЯ Вопросы оценки с точки зрения продавца	10
--	-----------

ГЛАВА ТРЕТЬЯ Вопросы оценки стоимости компании с точки зрения покупателя.....	20
--	-----------

ГЛАВА ЧЕТВЕРТАЯ Вопросы оценки с точки зрения посредника	34
---	-----------

ГЛАВА ПЯТАЯ Должная подготовка сделок по слиянию или приобретению компаний и подготовка предложения ценных бумаг с точки зрения инвестиционного банка	49
--	-----------

ГЛАВА ШЕСТАЯ Вопросы оценки с правовой точки зрения	64
--	-----------

ГЛАВА СЕДЬМАЯ Оценка с точки зрения ссудодателя	71
--	-----------

ГЛАВА ВОСЬМАЯ Основные отличия между предприятиями среднего и малого бизнеса	86
---	-----------

ГЛАВА ДЕВЯТАЯ Где найти информацию об отрасли и сведения о компаниях	99
---	-----------

ЧАСТЬ ВТОРАЯ Подходы к оценке и методы оценки . . 115

ГЛАВА ДЕСЯТАЯ	Переработка данных финансовой отчетности	117
ГЛАВА ОДИННАДЦАТАЯ	К бесконечности и далее: методы статистической оценки закрытых компаний	147
ГЛАВА ДВЕНАДЦАТАЯ	Подходы к оценке машин и оборудования и методы их оценки	175
ГЛАВА ТРИНАДЦАТАЯ	Эмпирические правила: что они собой представляют и как ими пользоваться.	184
ГЛАВА ЧЕТЫРНАДЦАТАЯ	Метод оценки средних и мелких компаний закрытого типа на основании данных, полученных непосредственно с рынка [1].	201
ГЛАВА ПЯТНАДЦАТАЯ	Рыночный подход с использованием данных по открытым компаниям	238
ГЛАВА ШЕСТНАДЦАТАЯ	Метод избыточных прибылей	269
ГЛАВА СЕМНАДЦАТАЯ	Метод мультипликатора дискреционных доходов	280
ГЛАВА ВОСЕМНАДЦАТАЯ	Доходный подход: метод капитализации доходов	308
ГЛАВА ДЕВЯТНАДЦАТАЯ	Доходный подход: Метод дисконтированных будущих доходов	319

ЧАСТЬ ТРЕТЬЯ Оценка по отраслевому признаку . 333

ГЛАВА ДВАДЦАТАЯ	Оценка предприятий розничной торговли	335
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ПЕРВАЯ	Оценка производственных компаний.	345
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ВТОРАЯ	Оценка компаний-дилеров по торговле автомобилями.	363
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ТРЕТЬЯ	Оценка Ресторанов	382
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ЧЕТВЕРТАЯ	Оценка медицинской практики	407
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ПЯТАЯ	Оценка бухгалтерских фирм	431
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ШЕСТАЯ	Оценка радиостанций и компаний кабельного телевидения	442
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ СЕДЬМАЯ	Оценка гостиниц и moteley	459
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ВОСЬМАЯ	Оценка компаний-производителей программного обеспечения.	470
ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ДЕВЯТАЯ	Оценка издательских компаний	490
ГЛАВА ТРИДЦАТАЯ	Оценка компаний, занимающихся оказанием медицинских услуг на дому	494

ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ПЕРВАЯ	Оценка компаний, занимающихся торговлей пиломатериалами, и центров продажи материалов для строительства и ремонта жилья	513
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ВТОРАЯ	Оценка полиграфических предприятий	536
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ТРЕТЬЯ	Оценка «домашнего бизнеса»	547
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ЧЕТВЕРТАЯ	Оценка компаний, расположенных в сельской местности	561

ЧАСТЬ ЧЕТВЕРТАЯ Специальные вопросы 571

ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ПЯТАЯ	Вопросы оценки миноритарных пакетов акций частных компаний	573
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ШЕСТАЯ	Оценка бизнеса для целей реализации планов по включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP)	585
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ СЕДЬМАЯ	Оценка долей в товариществах с ограниченной ответственностью семейного типа и в компаниях с ограниченной ответственностью для целей имущественного планирования	603
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ВОСЬМАЯ	Оценка интеллектуальной собственности	634
ГЛАВА ТРИДЦАТЬ ДЕВЯТАЯ	Корпоративные налоги и оценка компаний	642
ГЛАВА СОРОКОВАЯ	Показания экспертов-свидетелей и злоупотребления при их использовании	674

ПРЕДМЕТНЫЙ УКАЗАТЕЛЬ	693
-----------------------------	------------



Когда к нам обратились с просьбой представить новую версию *«Пособия по оценке бизнеса»*, мы думали, что это будет несложно. Мы считали, что все, что от нас требовалось — это попросить каждого соавтора первого издания дополнить свою главу, и задача будет выполнена. Но чем больше мы анализировали содержание первого издания, тем яснее понимали, что многое необходимо изменить, а что-то убрать.

Более того, мы предполагали, что у всех участников проекта, и в том числе у наших новых соавторов, найдется больше времени для данной работы, а с нашей стороны потребуется всего лишь разослать письма и сделать несколько телефонных звонков. Но и это предположение оказалось очередной ошибкой. Хотя это и второе издание, в создании которого приняли участие некоторые из прежних соавторов, данное *«Пособие»* представляет собой новую книгу. В него вошли десять новых глав, включая разделы по оценке компаний по отраслям и категориям, а также объектов интеллектуальной собственности. Данный справочник адресован всем, кто интересуется проблемами оценки бизнеса, и он может оказаться полезным как для начинающих, так и для профессионалов в данной области.

Общим преимуществом как первого, так и второго издания этого руководства является то, что его можно читать по темам, не придерживаясь определенной последовательности. Это не учебник, знакомиться с которым надо с первых страниц. Мы стремились сделать эту книгу справочным пособием и источником информации. Если Вам необходимы какие-либо сведения по конкретному объекту или вопросу оценки, просто снимите книгу с полки и прочтите соответствующую главу.

Бесспорным достоинством обоих изданий *«Пособия по оценке бизнеса»* является то, что оно написано авторами, имеющими опыт в различных областях деятельности. Нам удалось заинтересовать в работе над книгой подлинных мастеров своего дела, обладающих опытом и знанием предмета. Мы сознательно говорим «заинтересовать», поскольку в большинстве случаев наши соавторы не являются профессиональными писателями: они — специалисты-практики (хотя мы и предполагаем, что работа экспертов составляет их братья за перо и для них это часть повседневной работы). Но главное — это то, что наши соавторы на практике занимаются тем, о чем пишут, т.е. все написанное ими основывается на их личном опыте.

Итак, эта книга — результат труда наших соавторов. Мы взяли на себя материальное обеспечение работы и контроль за соблюдением ее графика и, конечно же, мы прочли весь материал. (К тому времени, когда эта работа была закончена, все наши соавторы, вероятно, жалели, что вообще взялись за нее). Но мы знаем, что дело того стоило. Все вместе они создали превосходную и содержательную книгу.

ЧАСТЬ ПЕРВАЯ

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ: ЦЕЛЬ, РЫНОК И РЕСУРСЫ



Зачем нужно производить оценку бизнеса и кто должен ее производить

АЛЛАН Л. Р. ЛЭННОМ (ALLAN L. R. LANNOM)

Невозможно произвести оценку какого бы то ни было объекта, не ответив предварительно на два вопроса:

Для кого производится оценка?

С какой целью она производится?

Для правильного использования терминологии необходимо, чтобы специалист по оценке учитывал как цель, так и функциональное назначение оценки. Целью оценки является определение искомой стоимости на определенной базе. Термин «стоимость» будет присутствовать в подавляющем большинстве ситуаций. Базой для определения стоимости может являться обновленная рыночная стоимость, справедливая стоимость, стоимость действующей фирмы, инвестиционная стоимость или иные, самые разнообразные виды стоимости, перечень которых представляется мне бесконечным. Чрезвычайно важно — это обеспечить, чтобы специалист по оценке дал точное определение использованным терминам. Четкость цели абсолютно необходима для надлежащей подготовки отчета об оценке.

Результаты оценки в зависимости от ее назначения могут различаться, и иногда достаточно значительно. Так, например, стоимость пакета акций может существенно различаться в зависимости от того, предназначен ли он для продажи в рамках Плана по включению сотрудников в число акционеров компании (Employee Stock Ownership Plan — ESOP) или для использования в качестве благотворительного вклада, для определения налога на дарение, или же для его приобретения третьей стороной. Еще раз стоит повторить, что четкость в отношении определения функционального назначения оценки не только способствует повышению качества отчета, но и позволяет оценщику фокусировать внимание на ограничениях, связанных с заданием.

Третьим элементом, который находится в тесной взаимосвязи с функциональным назначением и целью оценки, является описание оцениваемого

имущества. Можно с уверенностью сказать, что неправильное или неточное описание оцениваемой собственности является основной причиной (если не главным фактором) значительных расхождений в мнениях профессиональных оценщиков бизнеса относительно его стоимости.

В составленном должным образом отчете об оценке должно быть точно определено, что подлежит оценке. Кроме того, в нем должны быть точно указаны ее цель и функциональное назначение, а также дата, на которую произведена оценка. Возьмем, например, такое описание: «Мы производим оценку компании. Мы оцениваем 1000 обыкновенных акций, то есть объектом нашей оценки является доля в компании с ограниченной ответственностью XYZ в размере 25 процентов». Ниже в качестве иллюстрации приводится описание цели, функции и предмета оценки, составленное для данного случая должным образом.

Цель. Целью настоящего отчета является оценка обоснованной рыночной стоимости доли в акционерном капитале Корпорации XYZ. Объектом оценки является пакет обыкновенных акций в количестве 1000 шт. из общего числа выпущенных и находящихся в обращении акций компании. Оценка произведена на 31 декабря 1997 года. Точное определение термина «обоснованная рыночная стоимость» будет приведено в другом разделе настоящего отчета.

Назначение и использование. Назначением оценки является продажа обыкновенных акций в рамках разработанного компанией плана по включению сотрудников в число акционеров Корпорации XYZ. Данная оценка по состоянию на указанную дату подлежит использованию исключительно в соответствии с ее целью и функциональным назначением, указанными в данном документе. При использовании иным образом данные настоящего отчета могут быть признаны недействительными.

Как стать экспертом

Когда у меня появляется возможность поговорить с молодыми начинающими оценщиками, я всегда стараюсь им объяснить, что для того, чтобы стать профессиональным экспертом по оценке бизнеса, потребуется длительное время. Научиться квалифицированно использовать теорию оценки и применять базовые практические методы можно за два-три года, но это только начало. В конечном итоге оценщику необходимо приобрести знания и опыт по использованию законов, правил, постановлений, прецедентов и условий, и научиться их применять для различных целей и функций оценки, с которыми может встретиться оценщик. Поистине это цель, к достижению которой оценщик стремится на протяжении всей своей карьеры.

Существует множество профессий, представители которых, специалис-

ты-практики, готовы дать консультации по вопросам стоимости бизнеса или долевого участия в акционерном капитале. Это могут быть дилеры по операциям с ценными бумагами, бухгалтеры, институциональные инвесторы, финансовые консультанты, агенты и специалисты по оценке бизнеса. Окончательный выбор специалиста со стороны клиента определяется типом инвестирования в бизнес, функциональным назначением и целью оценки, а также формальными требованиями к составлению отчета по оценке.

Профессиональная оценка в целом представляет собой наиболее формальный, или официальный вид оценки стоимости. Она требует знания всего процесса, включая понимание теории стоимости и умение использовать принятые методы, подходы и процедуры надлежащим образом.

Как найти квалифицированного специалиста по оценке бизнеса

Существует множество специалистов, получающих вознаграждение за предоставление услуг по оценке бизнеса и других сходных услуг, либо специализирующихся в этой области, либо сочетающих данную работу с другими видами деятельности, относящимися к сфере бизнеса. Найти квалифицированного специалиста не составляет большого труда. Процесс поиска можно упростить, попросив Вашего юриста, бухгалтера, банкира или финансового советника рекомендовать Вам какого-нибудь специалиста — почти наверняка хоть один из них имел дело с оценщиками бизнеса.

Другим хорошим источником, к которому можно обратиться в поисках специалиста, являются профессиональные организации. Большинство практических специалистов по оценке бизнеса являются членами одной или нескольких ассоциаций, которые производят сертификацию и аккредитацию своих членов. Список таких организаций и некоторая информация об их членах приводятся в одном из последующих разделов настоящей главы.

Зачем производится оценка бизнеса

Причины, по которым производится оценка бизнеса, весьма разнообразны. Для удобства их можно разделить на три группы:

- Оценка для целей сделок купли-продажи;
- Оценка для целей налогообложения;
- Оценка в судебных целях.

Оценка для целей сделок и операций проводится при слиянии или поглощении компаний, изъятии капиталовложений, составлении планов по

включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP), заключении договоров купли-продажи, расчете коэффициента обмена (exchange ratio), ликвидации производства, выкупе контрольного пакета акций за счет кредита (LBO), первичной эмиссии акций (IPO), составлении заключений о добросовестности действий или платежеспособности какого-либо лица или компании, а также при финансировании бизнеса путем получения займов или выпуска новых акций.

Оценка, осуществляемая преимущественно для целей налогообложения, проводится, в том числе, при расчете налогов на дарение и на недвижимое имущество, имущественном планировании (estate planning), конверсии S-корпораций, выплате благотворительных взносов, создании семейных компаний с ограниченной ответственностью (FLP), расчете налога с объявленной стоимости, а также предоставлении акционерам права покупки акций по льготной цене.

Оценка в судебных целях наиболее часто производится в следующих случаях: при бракоразводных процессах, конфискации имущества, банкротстве компании, возбуждении иска со стороны акционеров, нарушении условий договора, а также в самых разнообразных ситуациях, в которых необходимо определить размер причиненного ущерба.

Приведенный выше список не претендует на охват всех случаев оценки бизнеса во всей их совокупности, однако можно с большой степенью уверенности сказать, что большинство заданий, получаемых оценщиками, основывается именно на перечисленных ситуациях.

При окончательном выборе специалиста по оценке бизнеса следует руководствоваться следующими факторами: наличием у него образования, опыта и этических принципов. Более полный список критериев выбора выглядит следующим образом:

1. Специальное образование
2. Общий опыт работы в сфере оценки
3. Опыт работы, связанной с конкретным заданием на оценку
4. Членство в профессиональных ассоциациях и участие в их работе
5. Присвоенная квалификация
6. Соблюдение кодекса и норм этики
7. Обоснованный размер запрашиваемого вознаграждения
8. Правильность формы отчета об оценке и своевременность его представления.

Желательно выбрать специалиста по оценке, имеющего достаточный уровень образования, чтобы у клиента не возникло сомнений в его общих интеллектуальных способностях, однако значительно более важным крите-

рием при его отборе является наличие опыта практической работы. Привлечение к работе оценщика, у которого имеется непосредственный опыт в Вашей отрасли, всегда имеет значительные преимущества, в то же время использование специалиста, соблюдающего профессиональные стандарты и нормы этики, дает клиенту гарантии, что он имеет дело с практическим специалистом, ставящим вопросы качества работы во главу угла.

Клиенты, планируя воспользоваться услугами по оценке, как правило сначала «присматриваются» к рынку, пытаются найти оценщика, который лучше всего может справиться с заданием. Большинство специалистов, занятых в области предоставления услуг по оценке, согласятся на прохождении собеседования у клиента без оплаты. Исходя из моего опыта, можно сказать, что три интервью с кандидатами являются нормой. Такая процедура является вполне оправданной мерой, так как квалификация, размер оплаты труда оценщиков и сроки выполнения задания могут сильно различаться.

Большинство профессиональных оценщиков подготавливают контракт на предоставление услуг в форме письма-обязательства. Этот документ имеет большую важность, поскольку он официально скрепляет договоренности между клиентом и специалистом, предоставляющим услуги. Объем и конкретное содержание письма-обязательства в разных фирмах могут быть различными, однако в него, как минимум, должны быть включены следующие позиции:

- Характер и объем задания;
- Дата, на которую должна быть произведена оценка;
- Точное определение объекта оценки;
- База оценки (обоснованная рыночная стоимость, справедливая стоимость, инвестиционная стоимость и т.д.);
- Обязательства по подбору персонала для выполнения работы и общая ответственность в отношении составления отчета об оценке;
- Форма отчета;
- Регламентирующие органы (используемые стандарты);
- Сроки;
- Оплата;
- Обязательства по компенсации ущерба (в некоторых обстоятельствах).

Деятельность специалиста по оценке требует беспристрастного профессионализма. С позиций этических норм нежелательно, чтобы специа-

лист по оценке выступал в качестве адвоката своего клиента, за исключением тех редких особых случаев, когда задание включает также оказание консалтинговых услуг. Важно, чтобы и потенциальный клиент, и специалист по оценке рассматривали данный постулат в качестве основополагающего условия.

Как указывалось ранее, профессиональные специалисты по оценке бизнеса в своем большинстве придерживаются кодекса поведения, включающего соблюдение профессиональных стандартов и этических норм. Одной из общепризнанных организаций, устанавливающих такие стандарты, является Фонд оценки (the Appraisal Foundation). Совет по стандартам оценки (Appraisal Standards Board) данного Фонда публикует Единые стандарты профессиональной оценочной деятельности (the Uniform Standards of Professional Appraisal Practice — USPAP). Стандарты USPAP охватывают оценку собственности всех типов, а также оценку недвижимости, личного имущества, имущества компаний и нематериальных активов.

Кроме того, существует четыре известные профессиональные ассоциации, членами по крайней мере одной из которых является большинство специалистов по оценке бизнеса. Свою общую задачу каждая такая структура видит в содействии успешному развитию профессии и успеху своих членов. Краткая информация об этих организациях приводится ниже.

ASA

Американское общество оценщиков (American Society of Appraisers — ASA) представляет собой международную многопрофильную организацию, основанную в 1939 году. Из более чем 6000 ее членов примерно 2000 являются специалистами по оценке бизнеса. Большинство членов данной организации занимается исключительно вопросами оценки.

ASA присваивает квалификации двух уровней: AM (accredited member) — аккредитованный член, и ASA (accredited senior appraiser) — аккредитованный старший оценщик (квалификация более высокого уровня). Звание FASA (fellow) — почетный член — присваивается за особые заслуги. ASA входит в число восьми организаций, основавших Фонд оценки. Все члены ASA обязаны следовать как USPAP, так и собственным стандартам.

IBA

Институт оценщиков бизнеса (Institute of Business Appraisers — IBA), основанный в 1978 году, насчитывает в своих рядах 3400 членов, большая часть которых работает в Соединенных Штатах и Канаде. Эта организация присваивает квалификацию AIBA — оценщик, аккредитованный при IBA, и квалификацию более высокого уровня CBA (certified business appraiser) — сертифицированный специалист по оценке бизнеса. Все члены IBA имеют доступ к базе данных по рынку оценки, включающей сведения по 13000 реальных сделок в области продажи компаний закрытого типа.

NACVA

Национальная ассоциация сертифицированных аналитиков в области оценки (National Association of Certified Valuation Analysts — NACVA) была создана в 1990 году с целью оказания помощи сертифицированным бухгалтерам высшей категории¹ (certified public accountants — CPA) и другим профессионалам, работающим в сфере бизнеса и предоставляющим услуги по оценке бизнеса. NACVA насчитывает более 3000 членов, из которых 2500 имеют квалификацию CVA (certified valuation analyst) — сертифицированный аналитик в области оценки.

AICPA

Американский институт сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации (American Institute of Certified Public Accountants — AICPA) недавно получил право на аккредитацию специалистов по оценке бизнеса. Программа присвоения квалификации ABV (accredited in business valuation) — аккредитованный специалист в области оценки бизнеса — предназначена для CPA, имеющих опыт в данной области.

Наши коллеги в северной части континента также имеют полномочия по присвоению профессиональной квалификации. Канадский институт дипломированных оценщиков бизнеса (Canadian Institute of Chartered Business Valuers — CIBV), основанный в 1970-х годах, прежде чем присвоить звание CBV (chartered business valuator — дипломированный оценщик бизнеса), требует от кандидата прохождения проверки на его соответствие предъявляемым строгим требованиям.

Подводя итог сказанному, необходимо отметить, что существует около 20 - 30 основных причин, по которым чаще всего производится оценка бизнеса. Каждый клиент, которому необходимы профессиональные услуги в этой области, может выбирать из нескольких тысяч специалистов. Их можно найти по рекомендации консультантов или через многочисленные профессиональные организации. Процессу отбора кандидатур должны помочь такие критерии, как наличие образования, опыта и соблюдение этических принципов. Прежде чем поручать специалисту задание, рекомендуется провести серию личных собеседований и правильно составить письмо-обязательство.

Как говорится, для работы в качестве оценщика бизнеса необходимы три вещи: лист бумаги, карандаш и кто-то, кто бы Вам верил. Доверие и профессионализм должны являться главными критериями при выборе специалиста по оценке.

¹ Бухгалтер, прошедший государственную аттестацию с выдачей соответствующего сертификата и предоставляющий профессиональные услуги компаниям или частным лицам *Прим. переводчика.*

Вопросы оценки с точки зрения продавца

ГЭРИ Л. АЛЛЕН (GARY L. ALLEN)

Прежде всего мы должны попытаться понять, что собой представляет продавец: откуда он родом, где он находился до этого и чем занимался применительно к деятельности собственной компании. Попытка написать статью с точки зрения продавца на самом деле представляется мне довольно простой задачей. На протяжении 33-х лет моей работы в области посреднических услуг в сфере купли-продажи бизнеса и его оценки всегда существовали две позиции: позиция, которой придерживается продавец, и позиция, которой придерживается покупатель, а именно:

1. Все продавцы хотят получить непомерно большую цену за свой бизнес (вне зависимости от того, какой порядок цен мы, посредники или оценщики, определяем, исходя из данных отчетности и документов компании, налоговых деклараций и др.). Далее этот вопрос будет освещен более подробно.
2. Все покупатели считают, что цена компании завышена (даже до того, как увидят ее), и стремятся сбить цену, если им представляется такая возможность. При этом не имеет значения, участвуют ли они в процессе покупки компании впервые или уже являются собственниками одной-двух компаний.

Обе эти позиции не лишены здравого смысла: всё зависит от того, выступаете ли Вы покупателем или продавцом. Мнение по этому поводу зависит и от других факторов — например, от того, что служит основным побудительным мотивом продавца в его намерении продать компанию. Позиция покупателя во многих случаях зависит от того, как давно он занимается вопросом приобретения бизнеса; это особенно касается периода повышения уровня безработицы, когда покупателю не удается найти подходящей работы (сферы деятельности). Таким образом, уровень безработицы реально влияет на наш бизнес.

Теперь я предлагаю разделить все компании на две группы, с позиции

продавца. Первая группа — это небольшие предприятия из категории семейного бизнеса. (Для целей данной статьи это, скажем, компании с товарооборотом около миллиона долларов год — в большинстве случаев они, скорее всего, могут быть проданы менее, чем за полмиллиона долларов). Владельцы небольшого бизнеса и/или предприниматели обычно работают больше и интенсивнее, чем большинство сотрудников этих компаний. Продолжительность их рабочей недели составляет от 50 до 80 часов, причем им не платят сверхурочные по полуторной, двойной, а то и тройной ставке, когда они работают свыше 40 часов в неделю или в выходные дни.

В целом на владельцев собственного бизнеса не распространяются планы по выплатам сотрудникам или программы коллективного страхования (если это не корпоративный орган). Они не пользуются такими льготами, как оплата отпусков, а также больничных и/или нерабочих дней, общее количество которых во многих компаниях составляет более 20 - 30 в год, а в некоторых случаях и больше. На самом деле многие владельцы небольшого бизнеса просто-напросто не могут позволить себе заболеть.

Пока Вы читаете эту главу, все время имейте в виду два последних пункта. И помните, что любой продавец в глубине души питает надежду получить определенную цену за свой бизнес (обычно мы называем ее SDP — the sellers dream price («предел мечтаний продавца»)). Эта цена обычно основана на нескольких факторах, хотя и не обязательно на тех, которые перечислены ниже:

- Кто-то из друзей сказал им, что их бизнес имеет такую-то цену (При этом у друзей, как правило, полностью отсутствует какое-либо представление о рыночной ситуации).
- Бухгалтер или сертифицированный бухгалтер высшей квалификации (CPA) сказал им, что их бизнес имеет такую-то цену и не стоит соглашаться на меньшую. (Большинство бухгалтеров и/или CPA никогда ранее не занимались продажей компаний, а также не имеют представления о рыночной ситуации. Обычно они стремятся действовать только в интересах своих клиентов)
- Клиент слышал, что аналогичная компания, расположенная по соседству или в том же городе, была продана за определенную сумму, а он знает, что его бизнес значительно лучше. Следовательно, он хочет получить за свой бизнес не меньшие деньги. (Однако в большинстве случаев он плохо информирован об условиях продажи. Он не знает, какова стоимость аренды и, что еще важнее, каков реальный объем месячной или годовой выручки, а также какие показатели были отражены в финансовой отчетности или какой основной фактор послужил мотивирующей причиной продажи данного бизнеса.)
- Продавцы хотят получить ту цену, которую уплатили сами в свое

время. (В этом случае опять же возможна ситуация, при которой они не произвели должным образом оценку бизнеса и переплатили за него, или же объем продаж компании снизился в результате плохого управления или в силу других обстоятельств местного характера, таких как появление нового конкурента.)

- Возможно, продавец начинал бизнес «с нуля» и вложил в него много средств, а теперь хотел бы вернуть свои затраты. (Опять же, провел ли он подготовительную работу, прежде чем заняться собственным бизнесом, проверил ли он демографические показатели? Имелась ли ниша для данного бизнеса в этом районе и т.д.? Теперь, когда он готов продать компанию, гарантирует ли объем бизнеса и показатель его доходности с учетом корректировки, что он сможет вернуть капитал, вложенный в него на начальном этапе? Помните, что означает слово «предприниматель»! Вкратце оно означает «того, кто принимает на себя риск», а не только того, кто начинает свое дело и просто-напросто хочет ощутить себя собственником и руководить бизнесом. Данное понятие также подразумевает принятие ответственности за свои собственные поступки и решения.)
- Каждый продавец имеет SDP, и в большинстве случаев этот фактор преодолевается с большим трудом. Будьте готовы к этому; внимательно выслушайте продавца и задайте ему как можно больше вопросов о его компании. (Узнайте всю подноготную бизнеса, определите его основной движущий фактор и то, какие аспекты будут иметь особую привлекательность для потенциального покупателя. Это определенно не потенциал роста бизнеса; покупателей могут вдохновить такие перспективы, но они не станут за них платить, поскольку только их время, усилия и ресурсы могут привести к реализации этого потенциала.)

Помните: основной момент — это вопросы, которые Вы задаете, и ответы, которые Вы на них получаете, но главным ключевым фактором, определяющим конечную цену продажи любого бизнеса, является основная причина, по которой продавец хочет продать свою компанию. Конечная цена продажи в большинстве случаев не будет равняться цене, назначенной оценщиком. (Помните о правиле «10-50»: чаще всего компании продаются по цене на 10-50% ниже первоначальной цены, по которой она выставляется на продажу, в зависимости от основного мотива, которым руководствовался продавец при принятии решения относительно продажи бизнеса).

Также имейте в виду, что многие владельцы небольшого бизнеса утаивают величину дохода или увеличивают данные о сумме издержек, приплюсовывая личные расходы к расходам на ведение бизнеса, чтобы снизить налоги. Все это во многих случаях затрудняет назначение справедливой цены даже если Вы пользуетесь услугами самого хорошего агента или оценщика,

если он имеет возможность делать свои выводы только на основе налоговых деклараций.

Зачем некоторые продавцы скрывают доходы и завышают расходы? — Чтобы компенсировать то огромное время, которое они посвящают работе. Но в тех случаях, когда они готовятся продать свое дело, это оборачивается против них. Такова реальность, но никто не любит говорить об этом на людях, и тому есть причины. А мы как эксперты не хотим ничего об этом знать.

Другая проблема, с которой сталкиваются продавцы маленьких компаний, — это персонал. Как мы знаем, задача найти и удержать сотрудников на рабочем месте является основной головной болью для современных владельцев компаний. Проблема номер два для продавца — это трудности во взаимоотношениях с арендодателями и/или управляющими, которые иногда возникают с приближением окончания срока аренды, в результате чего он может рассматривать возможность продажи бизнеса до его истечения. Возможно, арендодатель не желает, чтобы данный предприниматель или компания, занимающаяся данным видом деятельности, находились тут. Возможно, другая фирма или компания — обладатель франшизы, дающей ей право на продажу товаров известной марки, хотят занять это помещение и готовы платить более высокую арендную плату. Продавец может потерять все или, в случае продажи своего оборудования по ликвидационной стоимости, получить 10 центов на доллар. Другая основная проблема, стоящая перед современными владельцами маленького бизнеса — это появление новых конкурентов, а именно компаний, получивших лицензии с особыми льготами, расположившихся по соседству. Если владелец бизнеса является собственником недвижимости, что является довольно редким случаем, это, как правило, снимает часть проблем с наших плеч — по крайней мере, в вопросах аренды.

Что касается оценщика бизнеса, то как только он придет к должному пониманию проблем и положения дел продавца, ему будет проще помочь своему клиенту. Важно осознать, что мы занимаемся бизнесом, в первую очередь связанным с людьми: на первом этапе задача на 98% состоит в том, чтобы понять людей, и только на 2% — в том, чтобы получить представление об объекте. Тем не менее, это соотношение изменится в обратную сторону, как только будет сломан лед в отношениях.

Старая китайская поговорка: Люди, которые не улыбаются, не держат магазинов.

Поскольку большинство компаний приобретается или организуется лицами, совершающими такую покупку впервые (примерно 90-95%), разумно предположить, что такое же соотношение существует и среди продавцов. Предприниматели, продающие бизнес в первый раз, разумеется, приобрели значительный опыт с тех пор, как они основали свое дело. Но поскольку они никогда раньше не занимались продажей, агенту надлежит заняться обуче-

нием продавца тому, как должна быть построена работа. Мы называем это обучением, подготовкой, тренировкой и воспитанием по вопросам того, чего хотят покупатели. Ниже приведен перечень из 12 пунктов, содержащий информацию о вопросах, волнующих покупателей, и который может быть использован новичками в деле продажи бизнеса:

1. Мебель, приспособления и оборудование:
 - Что именно я приобретаю?
 - Какова предполагаемая сумма, на которую будут уменьшены налоги, и предполагаемая величина налога с продаж (если такой налог взимается по месту нахождения компании)?
 - Находится ли имущество в рабочем состоянии и пройдет ли оно проверку со стороны инспекторов государственных органов?
2. Копия договора аренды:
 - Может ли он быть переоформлен на другое лицо?
 - Когда истекает срок аренды, каковы возможные варианты, индекс потребительских цен (C.P.I.), а также другие затраты, связанные с арендой?
3. Подтверждение объема продаж и/или закупок:
 - Необходимо направить письмо в адрес бухгалтеров с просьбой предоставить учетную документацию.
 - Необходимо получить месячные отчеты о прибылях и убытках, а также налоговые декларации для уплаты налога с продаж — налоговые декларации для уплаты подоходного налога для корпораций или товариществ, или декларации для уплаты федерального подоходного налога, начисляемого в соответствии с его шкалой по форме С (Schedule C).
 - Необходимо определить особенности механизма функционирования бизнеса (что приводит его в действие, внутренние процессы и т.д.).
4. Обучение и «переходный» период:
 - Обычно от 10 дней до 2 недель после закрытия счета условного депонирования.
5. Обязательство не участвовать в конкуренции (в интересах покупателя):
 - Время действия, расстояние между объектами и соответствующие финансовые обязательства (предпосылки для опасений по поводу возникновения конкуренции и воздействие факторов налогообложения).
6. Прибыль на инвестированный капитал (R.O.I. — Return on Investment)
 - В настоящее время составляет 15-20 процентов.

7. Будет ли покупатель иметь достаточные средства к существованию после уплаты сумм, перечисляемых в рамках обслуживания долга?
8. Соотношение между собственными и заемными средствами (леверидж):
 - Сумма первоначального взноса за компанию, составляющая 35-50% от общей цены или сумму, равную величине потока кредитных денежных средств продавца (SDCF — Seller Discretionary Cash Flow) за один год (подтвержденной документально). Для получения ссуды Управления по делам малого бизнеса (SBA — Small Business Administration) обычно требуется оплата наличными или обыкновенными акциями в размере 30%. Сумма дополнительных денежных средств, необходимых покупателю, может составлять от \$5000 до \$25000 в зависимости от типа бизнеса.
9. Договор франшизы:
 - Какова комиссия за трансферт?
 - Период обучения — где, в течение какого времени, какова полагаемая стоимость?
10. Причина продажи?
11. Временной фактор имеет большое значение:
 - Необходимо как можно быстрее избавиться от всех ограничений, налагаемых условиями продажи.
 - Когда мы получим расписку в получении взноса?
12. Что еще мне следует знать о вашем бизнесе?
 - Проблемы, связанные с арендодателем.
 - Федеральные налоги и налоги штата.
 - Существующие векселя, долговые обязательства.
 - Другие дополнительные сведения, которые мне необходимо знать.

Итак, теперь, когда мы знаем, чего хочет покупатель, прежде чем приступать к определению стоимости бизнеса продавца, мы должны попытаться получить ответы на некоторые вопросы. Помните, что каждый продавец держит в уме определенную цену, и в большинстве случаев эта цена далека от реальности с учетом конкретной рыночной ситуации. Если это представляется возможным, агент (эксперт) должен вначале выполнить подготовительную работу, которая состоит в анализе информации, содержащейся в налоговых декларациях, отчетах о прибыли и в балансах. В большинстве случаев для этого потребуется два посещения: первое — для получения документов. При втором посещении Вы, возможно, сочтете полезным иметь при себе весьма эффективный инструмент — справочник BIZCOST (опубликован издательством Джека Сэндерса (Jack Sanders), издательства: P.O. Box 711777; San Diego, CA 92171; (619) 457-0366).

ный справочник является столь полезным потому, что в нем приведены данные по сравнению фактической цены продажи (actual sale price) с валовой выручкой от продаж (gross sales), а также с запрашиваемой ценой (asking price). Кроме того, в нем дана разбивка по различным отраслям: сфера производства, оптовая продажа/дистрибуция, услуги в сфере питания, розничная торговля и сфера услуг. Наконец, справочник (наряду с другими статистическими данными) показывает:

Соотношение между фактической ценой продажи компании и годовой валовой выручкой от продаж

Соотношение между фактической ценой продажи и величиной потока дискреционных денежных средств продавца

Среднюю величину первоначального взноса

Фактическое соотношение арендной ставки к годовому объему продаж.

Я полагаю, что печатный экземпляр указанного издания может послужить важным вспомогательным средством при обсуждении с продавцом вопроса определения цены его бизнеса. Если у него будет возможность самому непосредственно ознакомиться с BIZCOMPS, это поможет ему оценить реальную ситуацию. (Рынок недвижимости уже много лет успешно пользуется методом сопоставления данных о продажах). Хочу заметить, что эта информация стала доступной только в девяностых годах.

Другим превосходным источником для сопоставления является справочник «Pratt's Stats», опубликованный издательством «Business Valuation Resources» (адрес издательства: 4475 S.W. Scholls Ferry Road, Suite #101; Portland, OR 97225; (888) ABUS-VALU). «Pratt's Stats» охватывает широкий спектр сделок по продаже бизнеса от небольших компаний до сделок на миллионы долларов.

Ассоциации агентов в сфере продажи бизнеса многих штатов занялись составлением списка сопоставимых данных по продаже компаний с целью расширения знаний продавцов и покупателей о том, что в действительности происходит на рынке. Однако эта информация предоставляется только членам или ассоциированным членам таких организаций.

Для использования данных, приводимых в подобных справочниках, Вам необходимо знание того, что представляют собой показатели SDCF, EBT — Earnings before Taxes (Прибыль до уплаты налогов), годовая прибыль (annual earnings), а также учитываются ли начисленные издержки и арендные платежи в приводимых показателях.

1. BIZCOMPS (см. расшифровки к базе данных этого справочника) дает пояснения по всем элементам, входящим в то или иное понятие,

и по всем сокращениям. SDCF включает чистую прибыль до уплаты налогов и каких-либо выплат владельцу, а также начисления амортизации и износа, процентов и прочих побочных издержек, не подлежащих оплате наличными (как правило, относящихся только к одному работающему владельцу).

2. Определение показателя «годовая прибыль», даваемое IBA, подразумевает прибыль до выплаты компенсации владельцу, оплаты процентов и налогов.
3. Определения «Pratt's Stats» (Базы данных по сделкам в сфере продажи частных компаний, которая является официальной базой данных IBA): EBT представляет собой прибыль от производственной деятельности за вычетом издержек на уплату процентов. «Чистый доход» (net income) представляет собой EBT минус налоги.

Все эти сопоставления могут быть очень полезны и могут оказать большую помощь при условии понимания информации, получаемой из таких справочников. Авторы некоторых справочников в деле классификации компаний идут еще дальше SIC (Standard Industrial Classification — Стандартная промышленная классификация), проводя их дальнейшее подразделение.

Использование имеющихся в нашем распоряжении ресурсов и знание того, как работают наши конторы или государственные организации, значительно облегчает взаимодействие с продавцами. Помните, что 90-95 процентов владельцев компаний столкнулись с вопросом продажи бизнеса впервые, и поэтому с нашей стороны требуется затратить дополнительное время на обучение, подготовку, тренировку и воспитание продавцов по кругу вопросов, относящихся ко всей процедуре продажи. Вот несколько пунктов, предлагаемых в качестве памятки:

1. Во-первых, наша работа на 98 процентов состоит из действий, направленных на то, чтобы понять людей (не забудьте китайскую поговорку: «Люди, которые не улыбаются, не держат магазинов»).
2. Задайте как можно больше вопросов для определения положительных и отрицательных сторон данного бизнеса. Выясните, что является его главной движущей силой: продукция ли это, услуги или сотрудники? Получите полную информацию обо всех аспектах внутреннего взаимодействия в бизнесе.
3. Соберите сведения на основе документов — налоговых деклараций, отчетов о прибылях/балансов за два-три года, копий договора аренды, копий перечня имеющегося на текущий момент оборудования, а также все другие сведения, которые могут Вам понадобиться.
4. После каждого посещения компании возвращайтесь в свой офис. Обобщите информацию для оценки, используя, например, два —

три метода: Метод Тетриэлта/Клементса (Tetreal/ Clements) (управляющий — владелец), Метод Bank of America (100%-ная помощь — имеется управленческий аппарат), Метод капитализации избыточной прибыли (Capitalization of Excess Earnings) (имеется управленческий аппарат), или Метод эмпирической оценки (Rules of Thumb), поскольку он применяется при оценке многих компаний. Не забудьте также про BIZCOMPS, «Pratt's Stats», сопоставительные данные IBA или ассоциации Вашего штата.

5. После того, как вся необходимая информация будет готова, возвращайтесь к продавцу (соберите всех лиц, выступающих продавцами в сделке). Не жалейте времени на их обучение, подготовку, тренировку и воспитание, уделив особое внимание следующим вопросам: какие методы Вы использовали для назначения цены, как работает Ваша реклама, как Вы отвечаете на телефонные звонки по рекламным объявлениям, как проходит процесс проведения интервью, когда Вы считаете необходимым совершать объезд объектов и когда этого делать не надо, как работает договор на покупку, как работает встречное предложение, насколько важно, чтобы покупатели и продавцы проявляли должную осмотрительность, какова процедура условного депонирования и процедура закрытия такого счета. Не забудьте осветить вопрос дополнительных денежных средств, необходимых покупателю для выплаты всех сумм, причитающихся продавцу сверх первоначального взноса. Ознакомьте продавца с этой информацией, чтобы он был в курсе дела.
6. Не жалейте времени на анализ использованных методов оценки и на пояснения по тому, как работает Ваш офис, а также пояснения относительно дополнительных денежных средств, необходимых покупателю и т.д.; после всего этого Вы готовы перейти к пункту 7.
7. Включите компанию в список фирм, выставляемых на продажу, принимайтесь за работу — и осуществите продажу. Не забывайте информировать продавцов о ходе рекламных мероприятий, проводимых с целью продажи бизнеса, и сообщать им информацию, получаемую от потенциальных покупателей.

Ко второй группе компаний мы относим фирмы, имеющие объем продаж от 1 до 25 миллионов долларов США. К ним применимы аналогичные методы и процедуры. Однако после успешного прохождения Вами теста на «личные качества» первостепенную роль будут играть Ваши знания. Ниже перечислены несколько дополнительных шагов, которые Вам, возможно, следует предпринять:

1. Задайте значительно больше вопросов о том, как работает этот бизнес изнутри, о конкурентах, и особенно об отклонениях в балансе и

отчете о прибылях (если таковые имеются); попросите данные за период от трех до пяти лет. (Составьте свои собственные сводные ведомости).

2. Продавцы могут иметь от своего бизнеса определенный дополнительный доход нерегулярного характера, поэтому задайте им вопрос: может ли это быть проверено в случае, если покупатель сочтет это необходимым.
3. Как правило, владельцы более крупных компаний больше знают о бизнесе в целом, но иногда проявляют такое же упрямство, как и владельцы небольших компаний, когда дело доходит до цены, которую они хотят получить за свою компанию. Они также держат в уме сумму, в которую, как они полагают, должен быть оценен их бизнес.
4. Вы (агент) должны иметь некоторое представление о продаже акций, выпущенных корпорациями, в противовес продаже активов, и должны быть в состоянии объяснить те последствия, которые имеют оба варианта продажи для покупателей и продавцов.
5. Только в том случае владельцы будут прислушиваться к Вам и соглашаться с Вашими методами оценки, если Вы не пожалеете времени на подробные объяснения, подкрепив их сопоставительными данными «Pratt's Stats», IBA, или данными из других источников. Это может послужить решающим доводом.
6. После того, как будет готов Ваш оценочный список, сформируйте пакет документов по оценке компании. Не пожалейте времени и сил, чтобы проработать его с продавцом; внесите необходимые изменения и удалите все лишнее. После этого заручитесь подписью продавца на каждой странице.

Я всегда использую небольшой прием в отношении как небольших, так и крупных компаний, который состоит в том, чтобы попросить продавца в письменном виде изложить свои соображения о стоимости компании до того, как будут применены методы оценки и определения стоимости. Если он не доволен Вашей ценой, возможно, Вы что-то упустили. Если цена, объявленная продавцами, выше, попросите их обосновать ее — возможно, они смогут это сделать.

Помните: все сказанное относится к действиям по обучению, подготовке, тренировке и воспитанию, которые необходимо предпринять посреднику в процессе продажи бизнеса.

Вопросы оценки стоимости компании с точки зрения покупателя

МАКСВЕЛЛ Дж. «МАК» ТОБ (MAXWELL J. «MAC» TAUB)

При принятии решения относительно приобретения компании покупатель рассматривает множество различных факторов, важнейшими из которых, как правило, являются следующие:

- Тип бизнеса
- Географическое положение
- Стоимость

Любому предпринимателю, обладающему опытом подобной покупки или хотя бы раз предпринимавшему попытку приобретения компании, хорошо известно, что это далеко не простое дело. Вообще говоря — это рынок, на котором продавцы имеют ряд преимуществ. Многие компании, выставленные на продажу, имеют серьезные проблемы или предлагаются по завышенной цене. Или же сделка может быть признана ничтожной в результате действий, предпринятых юристом или инспектором, по инициативе арендодателя или одного из супругов.

Зачастую помочь распутать клубок подобных проблем при заключении сделки могут следующие методы:

- Оценка потенциала компании — разницы между ее текущим положением и перспективами на будущее. Иными словами, покупатель оплачивает реальную стоимость компании на сегодняшний день (или немного больше). Однако при этом он имеет возможность оценить, какие усовершенствования можно произвести в компании после того, как она перейдет под его руководство, что может послужить большим стимулом для принятия решения в пользу ее покупки.
- Использование услуг компетентного агента или другого посредника в данной сфере, обладающего навыками искусного ведения переговоров и умением подвести обе стороны к решению на реальной основе, сдерживая при этом проявления личностного «эго» самых различных «действующих лиц» (самое нейтральное определение из

всех, что приходят мне в голову), участвующих в данном процессе

Поэтому стоимость компании, цена предложения за нее или продажи, цена, безусловно, являются важнейшим фактором, определяющим, состоится ли сделка в конечном итоге или нет. Точнее сказать, таким фактором является не одна цена, а цена в совокупности с условиями сделки.

Оценка стоимости

Оценка стоимости компаний производится для многих целей. Официальная оценка, выполняемая квалифицированными аттестованными оценщиками, часто необходима для таких целей, как:

- Расчет налога на дарение
- Расчет налога на наследство
- Урегулирование дел при разводах
- Разрешение споров и разногласий среди акционеров
- Составление плана по включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP — Employee Stock Ownership Plan)
- Совершение сделок купли-продажи

Как это ни покажется странным, официальная оценка для целей купли-продажи производится не так уж и часто. При этом, естественно, неофициальные оценки, выполняемые покупателями, продавцами, агентами и бухгалтерами являются достаточно распространенными. Почему так происходит? И на это можно назвать несколько причин:

- Стоимость официальной оценки бывает слишком высокой — подчас продавец или покупатель считает затраты на нее неоправданными по сравнению с реальной отдачей от такой оценки.
- Официальная оценка обычно бывает достаточно объемной, включая многие разделы и документы, представляемые в судебные органы или в налоговое управление, в то время как столь подробный отчет для покупателя бывает ненужным.
- Использование услуг оценщика еще не означает, что в конечном итоге им будет названа сумма, которая удовлетворит как покупателя, так и продавца. Покупатель, оплативший стоимость услуг по оценке только для того, чтобы ее результаты были без обсуждения категорически отвергнуты продавцом, не испытывает большой радости от понесенных затрат.
- При продаже компании более важную роль скорее будет играть не оценка ее стоимости, а переговоры.

Что предлагается на продажу

Одним из ключевых вопросов, которому зачастую не уделяется должного внимания, является вопрос о том, что именно предлагается на продажу. Например, продажа крупных компаний (в данном случае я использую термин «крупный» в достаточно широком смысле) по большей части производится путем продажи их акций. Скажем, покупатель приобретает 100 процентов всех выпущенных и находящихся в обращении акций компании. В этом случае он сам или оценщик должны рассчитать их общую стоимость.

С другой стороны, продажа мелких компаний чаще всего осуществляется путем продажи их активов или, говоря точнее, части активов. Обычно активы мелкой компании включают:

- Мебель, принадлежности, оборудование
- Материально-производственные запасы
- Неосязаемые активы, или гудвилл (goodwill)

Таким образом, в этом случае покупателю или оценщику предстоит оценить стоимость указанных активов плюс, при наличии таковых, стоимость недвижимого имущества и сумму дебиторской и кредиторской задолженности, которая прибавляется к стоимости активов или вычитается из нее соответственно. При этом совершенно очевидно, что разница в итоговой оценке компании при расчетах на основе стоимости ее акций или же на основе части ее активов может быть просто огромной.

Есть один достаточно элементарный вопрос, о котором тем не менее никогда не следует забывать: активы, как правило, учитываются на балансе по стоимости приобретения за вычетом начисленной амортизации. В результате зачастую эти цифры имеют мало общего с их обоснованной рыночной стоимостью. Покупатель должен попытаться оценить стоимость выставленных на продажу активов по каждой категории. Если ему кажется, что указанная в балансе стоимость в денежном выражении слишком мала, покупатель, возможно, сможет сделать это самостоятельно или с помощью продавца. Для этого ему может быть достаточно просто пройтись по магазинам или позвонить в несколько мест. Предположим, «офисная мебель» состоит из трех столов, шести стульев и двух картотечных шкафов. Покупатель может осмотреть их на предмет их состояния и соответствия современному стилю, а затем пройтись по комиссионным мебельным магазинам, что даст ему возможность получить представление об их реальной текущей стоимости.

Однако если компания является владельцем недвижимого имущества или оборудования — скажем, порядка 50 различных сверлильных, фрезерных, токарных станков и т.д., покупателю стоит прибегнуть к услугам специалиста, занимающегося оценкой недвижимости или оборудования, который поможет определить их стоимость с достаточно высокой степенью точности.

Говоря иными словами, при наличии перечня конкретных активов, вы-

ставленных на продажу, покупателю следует установить суммарную оценочную стоимость активов каждой категории и даже стоимость каждой отдельной статьи активов — самостоятельно или с чьей-либо помощью. Как правило, эта задача в отношении различных материальных активов не представляет большой сложности, в то время как при определении стоимости нематериальных активов могут возникнуть определенные трудности.

Нематериальные активы бывают различного вида: это патенты, торговые марки, клиентская база, специализированное программное обеспечение и др. Для большинства небольших и средних компаний все эти виды активов имеет смысл рассматривать в рамках одного общего понятия: как неосязаемые активы, или «гудвилл» (goodwill). (Определение данного понятия также включает ожидание сохранения клиентской базы компании в дальнейшем). В области оценки бизнеса существует такая точка зрения, что если покупатель имеет в распоряжении надежные данные относительно стоимости выставленных на продажу материальных активов и расчеты по нематериальным активам, или «гудвиллу», то путем их сложения он получит реальное представление об ориентировочной стоимости компании, которая может послужить для него отправной точкой для ведения переговоров или поможет принять решение относительно отказа от проекта, если продавец не пойдет на разумные уступки и будет упорствовать в своей позиции.

В то же время существует и другая точка зрения, в соответствии с которой стоимость материальных активов не имеет особого значения. Ее приверженцы считают, что «стоимость компании есть число, кратное ее доходам. Точка». В той ситуации, когда стоимость материальных активов значительно завышена по сравнению с получаемыми доходами, такой подход представляется вполне оправданным. Вряд ли кто-нибудь захочет приобрести оборудование стоимостью в один миллион долларов, которое приносит годовой доход в размере 10 тысяч долл.

Корректировка финансовых отчетов

Купля-продажа компании зачастую представляет собой процесс постепенного сближения позиций покупателя и продавца. Число компаний, приобретаемых полностью за наличный расчет, достаточно невелико. Абсолютное большинство мелких и средних компаний продается с оплатой частично наличными и частично векселями. Банки обычно неохотно идут на выдачу кредитов для покупки малого бизнеса, поэтому они в расчет не берутся. Учитывая это, в процессе обсуждения, в ходе которого обе стороны узнают друг друга получше, в голове продавца постоянно крутится один вопрос: «В состоянии ли данный потенциальный покупатель оплатить векселя, есть ли у него для этого достаточный опыт, желание — и порядочность?». При первой встрече с покупателем продавец обычно не показывает тому своих финансовых документов и не дает полной информации. В конце концов:

- Продавец не хочет терять времени с просто «любопытствующими».
- Потенциальный покупатель может оказаться «шпионом» конкурента.
- Целью потенциального покупателя может быть просто получить бесплатную информацию для организации собственно бизнеса.
- Потенциальный покупатель может быть каким-либо образом связан с налоговыми службами.

Давайте, однако, представим, что покупателю удалось постепенно завоевать доверие продавца и он теперь может попросить показать налоговые декларации и финансовые отчеты (если таковые имеются) за последние 3 - 5 лет, а покупатель готов дать ответы на вопросы по этим документам. Здесь необходимо остановиться на некоторых важных моментах.

При подаче налоговой декларации целью частной компании является минимизация налогов. Целью составления финансового отчета может быть его представление по запросу какого-либо лица — например, ссудодателя, а также выполнение какой-либо конкретной задачи или указания владельца. Например, отчет может быть подготовлен для представления в банк для получения ссуды. Или его задачей может быть произвести впечатление именно на Вас, покупателя.

Иногда данные финансового отчета и налоговой декларации совпадают полностью или практически полностью. Но иногда они различаются настолько, что Вы никогда бы не догадались, что они относятся к одной и той же компании, если бы не прочитали ее название в верхней части обоих документов. Однако, перед тем, как установить, разнятся ли данные налоговой декларации и финансового отчета или нет, Вам следует установить, соответствуют ли действительности данные хотя бы в одном из этих документов. Для этого Вам могут потребоваться услуги бухгалтера или оценщика. (Кстати, следует убедиться в том, что предъявленные Вам налоговые декларации являются копиями соответствующих документов, представленных в налоговое управление, а не были подготовлены специально для Вас. То же относится к финансовым отчетам: они должны быть оформлены на бланках бухгалтерской фирмы с приложением ее сопроводительного письма, а не на чистых листах бумаги, чтобы впоследствии бухгалтер мог заявить, что он в глаза их не видел).

Если Вы, покупатель, хорошо знаете отрасль, в которой работает приобретаемая Вами компания, Вы сможете сами изучить финансовые документы и скорректировать для себя их данные так, чтобы они отражали действительное положение вещей. Если же Вы не обладаете подобными знаниями или проверка документов окажется слишком сложным делом ввиду их запутанности, в то время как Вы достаточно заинтересованы в этой сделке или считаете, что у нее хорошие шансы на успех, возможно, стоит воспользоваться услугами квалифицированного бухгалтера и/или специалиста по оценке бизнеса.

Например, мы ранее обсуждали вопрос материальных активов. Прикинуть их стоимость, если Вы увидите каждую вещь своими глазами, довольно несложно. Но что же делать с достаточно абстрактными «неосвязаемыми активами»? Небольшое примечание: стоимость неосязаемых активов тесно связана с доходностью компании (или сходными показателями, такими как чистая прибыль, поток денежных средств, доходы до вычета процентов, начисления износа и амортизации и уплаты налогов (EBITDA — earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization) и т.д.).

Предположим, Вы получили последнюю налоговую декларацию, в которой указана сумма чистой прибыли в размере, скажем, \$2000. Не очень-то впечатляющий результат. Вот здесь-то и понадобится произвести кое-какую «корректировку». Какую «зарплату» из этой суммы назначил себе владелец? Начислялось ли жалованье супруге или супругу лица, владеющего компанией, его детям или другим родственникам? Какую работу они выполняли в компании? Оплачивала ли компания расходы на приобретение и эксплуатацию автомобиля владельца или его родственников? Какие другие личные расходы владельца или его семьи оплачивались из средств компании? Вполне очевидно, что покупателю или его бухгалтеру следует поговорить с владельцем и изучить бухгалтерские и другие учетные документы компании, особенно в части таких часто используемых для махинаций статей, как фонд заработной платы, командировочные и представительские расходы.

Некоторые владельцы компаний довольно изобретательны в плане сокрытия дохода от налоговой службы. Владелец может наговорить Вам много о больших суммах денег, которые он выводит из оборота компании. (Чем выше доходы, тем большую ценность представляет собой компания). Вы, покупатель, должны задать вопрос о том, каким образом и в каких случаях это делается, а Ваш бухгалтер должен найти способ удостовериться в действительном существовании доходов, на которые претендует владелец. Покупателю не имеет смысла платить за то, чему нельзя найти подтверждения тем или иным способом.

Одним из простых методов оценки является составление следующей таблицы из трех колонок на основе данных, содержащихся в налоговых декларациях или финансовых отчетах:

Отчетные данные

Корректировка

Скорректированные данные

Например, в соответствии с финансовым отчетом сумма командировочных и представительских расходов составляет \$20,000. Однако при этом продавец в доверительной беседе сообщает Вам, что на самом деле для целей бизнеса из этой суммы было потрачено только \$3,000, и Вашему бухгалтеру удастся установить, что это утверждение соответствует действительности. В этом случае Ваши записи будут выглядеть следующим образом:

\$20.000

(\$17,000)

\$3.000

Сумма в \$17,000 перейдет в итоговую строку расчета чистой прибыли до уплаты налогов, которая будет на нее увеличена. Таким образом, производя ряд подобных корректировок, Вы сможете получить величину фактических, или скорректированных, доходов компании. Именно эту величину Вам стоит использовать для расчета «неосязаемых активов» компании и оценки ее общей стоимости.

Возможно, здесь мне стоит повторить еще раз, что когда покупатель или его бухгалтер производят корректировку данных финансового отчета или налоговой декларации, им следует принимать в расчет только те данные, которые могут быть подтверждены тем или иным образом. Естественно, продавец может на самом деле иметь доход, спрятанный столь надежно, что он не сможет доказать его существование. С другой стороны, продавец может просто говорить неправду. Покупателю в этом случае стоит действовать очень осмотрительно. Кстати, очень часто его бухгалтер здесь может мало чем помочь. Он может просто не захотеть ничего знать о каких-либо нарушениях и уж тем более допускать такие нарушения самому. Бухгалтер даже может отказать в содействии в сделке по продаже бизнеса, которая может нанести ущерб его репутации.

(В этой части покупателю не следует полностью полагаться на мнение своего бухгалтера. Посоветовав отказаться от покупки бизнеса, тот избегает риска подвергнуться критике. Если же он выскажется в пользу приобретения компании и такая сделка состоится, а впоследствии окажется, что компания не функционирует должным образом, то покупатель может не избежать искушения обвинить во всем именно его. Частично решить эту проблему можно, если без обвиняков сказать ему что-то вроде следующего: «Требуется только изучить бухгалтерскую документацию, восстановить картину финансового состояния компании и сообщить мне результаты: нет необходимости давать мне совет относительно того, покупать компанию или нет»).

При использовании некоторых методов оценки особый упор делается на величину доходов компании за вычетом обоснованных сумм «заработка» владельца — вознаграждения за его работу. В соответствии с другими методиками в центре внимания находится величина доходов компании и заработка его владельца, обходя вопрос того, какие затраты считать «обоснованными». Возможно, потенциальный покупатель и его бухгалтер или оценщик предпочтут для целей корректировки принять приемлемую величину обоснованного «заработка» владельца, не предпринимая мучительных попыток добиться ее абсолютной точности.

Корректировку данных финансовой отчетности не стоит сводить к минимуму или делать ее на скорую руку. Зачастую оценщик тратит гораздо больше времени на корректировку данных финансовых документов, чем на оцен-

ку данных, полученных в результате такой корректировки, с использованием различных методов.

Специальные методы оценки

Предположим, Вы дошли до этапа, на котором Вы получили в свое распоряжение скорректированные данные финансовой отчетности за последние 3-5 лет. Наиболее часто за этим следует расчет на их основе средневзвешенной величины. Например, при наличии данных за последние 3 года Вы должны умножить показатели за последний год на 3, затем умножить показатели предыдущего года на два и показатели первого года на один, после чего сложить полученные результаты и разделить их сумму на шесть. Средневзвешенные показатели зачастую являются наилучшей базой для дальнейшей работы.

Существует множество различных методов оценки. В зависимости от каждого конкретного случая оценщик может использовать до 20 таких методов. Некоторые из них являются более сложными; другие больше подходят для компаний определенного размера или для конкретных отраслей. В данном разделе мы обсудим некоторые методы, которыми покупатель, возможно, сможет воспользоваться самостоятельно.

Метод множителя дискреционных доходов

Данный метод рассматривается в Главе 17. Он был разработан ее автором Джеффри Д. Джонсом (Jeffrey D. Jones), являющимся известным специалистом в области оценки бизнеса. Работая в качестве агента по купле-продаже компаний и оценщика бизнеса, Джеффри Д. Джонс имеет широкий личный опыт работы в обеих сферах. Мы настоятельно рекомендуем покупателям, рассматривающим вопрос приобретения небольшой или средней компании, воспользоваться советами по поэтапной оценке бизнеса, приведенными в вышеуказанной главе.

Один важный момент: будьте кристально честны перед собой. Частью методики является присвоение баллов при оценке тех или иных утверждений. Если Вы будете лгать сами себе и проставлять слишком оптимистичные или пессимистичные оценки, это неизбежно скажется на итоговой сумме баллов и таким образом исказит результаты общей оценки.

Данный метод по большей части хорошо подходит для оценки небольших или средних компаний. Он помогает избежать многих ловушек и трудностей, свойственных другим методам, таких как необходимость получения ответов на вопросы: Какова величина обоснованного «заработка» владельца? Стоит ли производить расчеты на основе доходов до или после налогообложения и как в последнем случае следует учитывать налоги? И так далее. Покупателю настоятельно рекомендуется использовать данную методику в качестве одного из методов оценки бизнеса.

Сравнение данных по продаже компаний

При оценке недвижимости, скажем, частного дома, довольно распространенным методом является использование сравнительного метода оценки. Иными словами, оценщик недвижимости получает перечень аналогичных домов, проданных за последнее время в данной местности, производит небольшую корректировку стоимостных показателей в большую или меньшую сторону с учетом таких факторов, как, скажем, наличие гаража на две машины вместо одной, недавно произведенный ремонт кухни и т.д., и в итоге получает ориентировочную искомую стоимость дома. При оценке бизнеса одинаково целесообразно использовать как теорию, так и практическую методологию в этой области. Однако проблема заключается в том, что данные по продаже компаний не всегда легко получить.

Учитывая данную проблему, IBA — Institute of Business Appraisers (Институт оценщиков бизнеса), расположенный в г. Бойнтон Бич, штат Флорида, поставил перед собой задачу собрать через агентские и бухгалтерские фирмы данные о продаже компаний за многолетний период времени. IBA не является единственным источником такой информации, но обладает самой большой базой данных в этой области. Информация по сделкам классифицируется по отраслям, т.е. в соответствии со Стандартными кодами отраслевой классификации, и предоставляется членам данного института.

Потенциальный покупатель может получить эти данные через оценщика или бухгалтера, являющегося членом IBA, или получить доступ к ним, вступив в его члены. Сумма годовых членских взносов в IBA составляет \$225.

Если покупатель хочет использовать такие данные самостоятельно, ему следует ознакомиться с литературой по этому вопросу. Институт предлагает брошюры по данной тематике, автором которых является исполнительный директор IBA Рэй Майлз (Ray Miles). Другим источником информации может быть моя статья «The IBA Market Data Base-A User's Viewpoint», опубликованная в *Business Valuation Review*, сентябрь 1993 г.

В нескольких словах, при оценке стоимости конкретной компании с помощью данного метода берутся коэффициенты отношения цены продажи к валовым доходам и к прибыли до уплаты налогов, которые затем применяются в отношении оцениваемой компании.

Метод эмпирической оценки

В различных отраслях существует большое количество правил и показателей, установленных эмпирическим путем, которые используются для оценки бизнеса. Я могу назвать два надежных источника информации по такой оценке: *The 1999 Business Reference Guide* под редакцией Томаса Л. Уэста (Thomas L. West) (Business Brokerage Press, Concord, MA, 1998 г.) и *Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb* Гленна Десмонда (Glenn Desmond), третье издание (Valuation Press, Camden, ME, 1993).

Профессиональные оценщики бизнеса обычно выступают с острой критикой оценки на основе эмпирических правил, считая ее слишком упрощенной и связанной с риском получения в результате такой оценки глубоко ошибочных данных. Конечно, эмпирическую оценку никогда не следует использовать отдельно от других методов и практически никогда не стоит придавать ей первостепенного значения. Однако если она применяется в сочетании с двумя-тремя другими методами, используется надлежащим образом и только в качестве вспомогательного средства, метод эмпирической оценки может быть в самом деле полезным. (Кроме того, существует возможность, что продавец при расчете цены предложения использовал именно одно из эмпирических правил, что даст покупателю возможность рационального обсуждения вопроса цены на его основе).

Я рекомендую потенциальным покупателям ознакомиться с моей статьей «Rules of Thumb: Some Positive Observations» (Business Valuation Review, март 1993 г.), в которой говорится о достоинствах и недостатках метода эмпирической оценки, а также о правильном использовании данного метода с учетом его ограниченной функции.

Метод избыточных доходов и другие методы

Метод избыточных доходов применяется наиболее широко — и наиболее часто используется неправильно. Основной причиной его привлекательности является его обманчивая простота, а также то, что он кажется абсолютно логичным и обоснованным. Для читателей, которые интересуются этим вопросом, я советую обратиться к книге Шеннона Пратта (Shannon Pratt, Valuing Small Businesses and Professional Practices, второе издание (Business One Irwin, Homewood, IL 1993, стр. 211-227), в которой автор дает прекрасный анализ данного метода.

Интересно отметить, что д-р Пратт в издаваемом им отраслевом информационном бюллетене провел исследование по вопросу использования данного метода профессиональными оценщиками бизнеса и пришел к выводу, что их мнения по вопросу его правильного применения расходятся весьма существенно. (См. публикуемый им Business Valuation Update, апрель 1997 г., стр. 1-3).

Я советую потенциальному покупателю воздержаться от самостоятельного использования данного метода оценки. Соответственно есть и многие другие методы, которые лучше оставить профессиональным оценщикам, хорошо знающим их особенности, сложности и тонкости.

Цена и условия

Существует один анекдот, который будет уместно здесь привести: Покупатель компании говорит ее продавцу: «Вы можете сами назначить цену, если дадите мне возможность определить условия сделки». Продавец говорит:

«Прекрасно. Один миллион долларов», на что покупатель отвечает: «Я согласен. Оплата по доллару в год в течение миллиона лет». В этом шутливом анекдоте заложена одна серьезная идея, а именно: условия сделки имеют чрезвычайную важность.

На начальных этапах переговоров между продавцом и покупателем, когда покупатель находится на стадии расчета стоимости бизнеса, центральным вопросом, как правило, является цена. Однако по мере того, как расхождение между ценой, запрашиваемой продавцом, и ценой, которую готов заплатить покупатель, все увеличивается — а такое расхождение существует всегда (!) — на передний план выходят вопросы условий сделки. Среди прочих пунктов предметом переговоров по вопросам цены/условий могут быть:

- Общая продажная цена
- Размер первоначального взноса. Срок оплаты по векселям
- Ставка процента по векселям

и, в несколько меньшей степени:

- Обеспечение векселей помимо самой компании (если таковое имеется)
- Период времени, в течение которого продавец будет продолжать работать в компании, и размер оплаты за такую работу
- Обязательство не участвовать в конкуренции
- Договор о предоставлении консультационных услуг (при необходимости).

Существует определенная формула увязки продажной цены с размером первоначального взноса и другими условиями, но покупателю лучше самому не прибегать к ее использованию. Первоначальный взнос и условия сделки лучше использовать в ходе переговоров в качестве гибкого инструментария, помогающего найти точки соприкосновения для сближения позиций обеих сторон и заключения сделки на условиях, приемлемых как для покупателя, так и для продавца.

Здесь необходимо вкратце обсудить вопрос оговорки относительно окончательной цены продажи в зависимости от будущей доходности. Предположим, темпы роста бизнеса за последние 3 года составляют 40 процентов в год как по показателям выручки, так и прибыли. Естественно, продавец видит для него радужные перспективы, на которых он частично основывает цену своего предложения. Покупатель же относится к таким прогнозам достаточно скептически, считая, что темпы роста бизнеса вряд ли будут по-прежнему столь же высокими. В такой ситуации решением может быть включение в условия сделки оговорки о конечной цене продажи в зависимости от будущей доходности, в соответствии с которой размер платежей по векселям будет частично зависеть от будущих объемов продаж (а не от при-

были, показатель которой легче подтасовывать). Такое решение может помочь устранить расхождение в мнениях.

В каких случаях покупателю необходим оценщик бизнеса или другой консультант?

Как уже ранее упоминалось, покупатель по большей части может сам заниматься делами по оценке бизнеса с должной осмотрительностью и самостоятельно производить необходимые расчеты, прибегнув к услугам бухгалтера для проверки бухгалтерских документов продавца, когда сделка уже близка к завершению. Однако бывают и исключения, когда покупателю имеет смысл воспользоваться услугами оценщика бизнеса и/или судебного эксперта-бухгалтера с самого начала.

Официальное наименование оценщика бизнеса должно включать в себя сокращение, указывающее на присвоенную ему квалификацию, например:

ASA, Accredited Senior Appraiser (аккредитованный старший оценщик) — присваивается Американским обществом оценщиков.

CBA, Certified Business Appraiser (сертифицированный оценщик бизнеса) — присваивается Институтом оценщиков бизнеса.

Работу судебного эксперта-бухгалтера можно сравнить с работой детектива: это специалист, который в результате изучения отчетности и документации компании может выявить данные, которые зачастую не могут быть обнаружены обычными бухгалтерами. (Стоит отметить, что хотя некоторые бухгалтеры сами являются оценщиками, большинство из них все же не является специалистами в этой области. Покупателю не следует делать вывод о том, что «СРА» (сертифицированный бухгалтер высшей квалификации) автоматически означает наличие квалификации оценщика бизнеса).

Ниже приводятся некоторые случаи, в которых я рекомендовал бы покупателю воспользоваться услугами специалистов:

- Если покупатель приобретает только часть акций компании (менее 100%). В этом случае стоимость приобретаемого им пакета акций скорее всего, будет меньше, чем соответствующий процент от общей стоимости всех акций. Это зависит от полномочий в принятии решений, предоставляемых приобретаемым пакетом. Решение этого вопроса лучше предоставить оценщику бизнеса.
- Если продавец выставленной на продажу компании является владельцем нескольких фирм. В этом случае существует большая вероятность того, что при рассмотрении вопроса продажи компании ее владелец может манипулировать показателями объема продаж и расходов принадлежащих ему компаний, перекладывая часть на одну компанию на другую. Для проверки этого следует воспользо-

ваться услугами судебного бухгалтера-эксперта.

- Если продавец выставляет на продажу часть принадлежащей ему крупной компании — ее отделение или дочернюю фирму. Опять же здесь он может не избежать искушения произвести манипуляции с показателями объема продаж и издержек материнской и дочерней компании, или же подтасовать или изменить показатели накладных или управленческих расходов. Предположим также, что дочерняя фирма занимает часть помещения, принадлежащего материнской компании. В этом случае имеет смысл нанять бухгалтера, который сможет обработать данные так, чтобы выделить «автономные» показатели выставленной на продажу структуры — т.е. дать представление о том, как будут выглядеть показатели после того, как дочерняя фирма будет перебазирована
- Если после продажи компании планируются значительные изменения — например, ожидается изменение арендной платы, затрат на рабочую силу, или же предполагается изменение в объеме продаж, открытие компании-конкурента по соседству и т.д. Бухгалтеру и покупателю имеет смысл сесть вместе и составить прогноз на основе ожидаемых изменений. При этом бухгалтеру следует составить так называемый «гипотетический» баланс, в котором будут отражены данные с учетом предполагаемых изменений. В сущности, в этом случае покупателю следует производить свои собственные расчеты по оценке стоимости на базе именно такого гипотетического баланса.
- Если приобретаемый бизнес относится к разряду достаточно крупных, и покупатель хочет избежать риска значительной переплаты при его покупке.
- Если бизнес является довольно нетипичным и при этом отсутствует база для проведения сопоставительной оценки и применения эмпирических правил. В этом случае вполне возможно, что покупатель захочет, чтобы оценщик в дополнение к Методу множителя дискреционных доходов использовал и другие методики.
- Если продавец утверждает о наличии скрытых доходов, не указанных в бухгалтерской отчетности или «спрятанных» в разделах, обычно не используемых для этих целей, или же если существует значительный дополнительный доход нерегулярного характера — или в целом наблюдается значительное количество махинаций и подтасовок, таких как составление «липовых» счетов. В этом случае использование услуг судебного эксперта-бухгалтера будет более чем оправданным.

Финансовые отчеты бывают трех типов: сводные, пересмотренные и проверенные аудитором. Последний вид отчета является наиболее надеж-

ным; тем не менее покупателю не следует принимать его на веру: владелец мог просто скрыть от своего бухгалтера правду. Или же бесчестный бухгалтер может действовать в сговоре со столь же бесчестным владельцем. Если у Вас возникли какие-либо сомнения, стоит их проверить. Лучше проявить излишнюю бдительность, чем потом сожалеть о последствиях.

Но давайте не будем заканчивать этот раздел столь негативным замечанием. Если продавец, показывая покупателю финансовые отчеты, утверждает об их достоверности, не претендуя при этом на наличие скрытого дохода, и называет свою цену на основе данных, содержащихся в этих отчетах, а меры предосторожности, предпринятые Вами, не выявили никаких ужасающих отклонений, то можно только пожелать Вам удачи. Такие компании существуют на самом деле, и покупателям иногда удастся напасть на одну из них.

Заключение

При изучении возможности приобретения компании покупателю следует рассмотреть множество различных элементов. Покупателя интересуют данные о прошлой деятельности компании, а также факторы (из числа тех, что он в состоянии выявить), которые могут повлиять на ее будущее. Совершенно очевидно, что одним из ключевых вопросов является цена компании — общая сумма, которую покупатель должен будет уплатить за нее при ее покупке. Помимо вопроса того, будет он в состоянии уплатить такую сумму или нет, покупателя также волнует, стоит ли бизнес этих денег. Иными словами, он хочет узнать стоимость компании, а также насколько реально в результате переговоров достичь соглашения с продавцом на уровне, достаточно близком к установленной стоимости.

Важным этапом является корректировка финансовых отчетов компании, которую покупатель может произвести сам или с помощью специалиста. После этого можно перейти к использованию методов оценки — опять же самостоятельно или с посторонней помощью.

Установление стоимости компании является для покупателя или его представителя отправной точкой для ведения переговоров относительно цены и условий сделки. В деле приобретения компаний переговоры играют столь же важную роль, что и оценка.

Вопросы оценки с точки зрения посредника

ДОН Р. МАКАЙВЕР (DON R. McIVER)

В первом издании Руководства по оценке бизнеса мною была предпринята попытка познакомить читателя, будь то покупатель, продавец или агент, с рациональной методикой получения и расчета данных для оценки бизнеса. Как было установлено ранее, «процесс оценки не является точной наукой». Во втором издании вы познакомитесь с различными мнениями широкого круга специалистов по вопросу определения стоимости. Как говорится, что для одного хлам, то для другого может быть сокровищем. Задача профессионала состоит в том, чтобы в результате оценки получить цифры, которые будут максимально выгодны для клиента, и которые в то же время будут обоснованными и справедливыми по отношению к обеим сторонам.

За последние 50-75 лет в Америке сложилась тенденция, в силу которой представители второго и третьего поколений в семейном бизнесе не стремятся продолжать дело своих отцов. При отсутствии претендентов из числа членов семьи основатели дела, собираясь отойти от дел, нуждаются в оценке компании для того, чтобы наиболее выгодно ее продать более молодому преемнику. В каждом подобном случае вокруг них возникает целая группа хорошо подкованных покупателей, питающих надежду заняться налаженным, успешным бизнесом.

За последние годы проблеме оценки бизнеса было посвящено множество дискуссий и материалов. К услугам покупателей, продавцов, кредитных учреждений и других специалистов в этой области в наличии имеется большое количество надежной информации.

Несколько лет назад в поисках сведений, необходимых для проведения оценки, я отправил письма в ряд ведущих профессиональных ассоциаций с просьбой предоставить литературу по данному вопросу, на что, как правило, я получал следующий ответ: «печатные материалы по оценке компаний закрытого типа отсутствуют». Относительно продажи крупных публичных компаний было написано множество трудов, но наш бизнес, а именно посредническая деятельность, относится к «одноэтажной Америке», а не к сто-миллионным сделкам. Процесс определения стоимости и оценки бизнеса не является точной наукой. Точка зрения на стоимость в огромной степени зависит от объема знаний, навыков и опыта специалистов, производящих оценку.

Для определения стоимости бизнеса посредник использует самые различные методы. Обладая большим практическим опытом в области продажи компаний, посредник имеет особое «чувство» рынка. Как правило, он может дать ориентировочную оценку в денежном выражении цены, при которой состоится сделка купли-продажи компании, на основе практического опыта, а не полагаясь только на советы и формулы, содержащиеся в руководствах.

В деятельности нашей фирмы, которая включает сферу оценки бизнеса, мы стремимся не ограничиваться исключительно оценкой в денежном выражении, поскольку в большинстве случаев эта величина представляет собой только отправную точку, которая может оказать помощь клиентам в достижении их перспективных целей и задач.

Много раз нам приходилось сталкиваться с ситуацией, в которой клиенты не имели возможности определиться со своими планами до тех пор, пока не была определена стоимость бизнеса. Решения относительно покупки, продажи, расширения, ликвидации бизнеса или использования заемных средств зачастую в большой степени зависят от оценки текущей стоимости бизнеса или его стоимости в перспективе.

Задача оценки бизнеса более сложна по сравнению с определением стоимости участка необработанной земли, жилых зданий или другого имущества, для оценки которых можно использовать метод сопоставления на базе аналогичного имущества, проданного за последнее время. Компании нельзя отнести к разряду застывших, безжизненных объектов — скорее, они представляют собой живой, «дышащий» организм, обладающий собственными характерными особенностями. Бизнес на самом деле как бы имеет свой собственный характер: некоторые компании перенимают характер их владельцев; глядя на другие, иногда кажется, что они обладают более сильным инстинктом выживания, чем их хозяева. Перефразируя последнюю мысль, можно сказать, что «некоторые компании преуспевают вопреки их владельцам».

При получении от клиента предложения, касающегося проведения оценки бизнеса, опытный профессионал, естественно, захочет выяснить, по каким причинам и для каких целей она нужна. Наиболее часто оценка проводится в следующих случаях:

1. Продажа бизнеса.
2. Расформирование товарищества или прекращение партнерских отношений.
3. Выкуп доли акционера.
4. Имущественное планирование (estate planning).
5. Расчет налогов.
6. Рассмотрение возможности смены формы владения компании с частной на публичную путем выпуска акций на рынок.
7. Слияние двух компаний.

8. Отделение части компании.
9. Развод.
10. Смерть владельца или акционера.
11. Получение банковской ссуды.
12. Ликвидация.

На вопросы, связанные с процессом проведения стоимостной оценки бизнеса, нет простых ответов. Тем не менее, Вам следует выбрать такого специалиста, с которым Вам будет удобно работать и которому Вы можете доверять.

Специалист, которого Вы нанимаете, не является Вашим оппонентом: Вы оба пытаетесь достичь одной и той же цели. Клиенту следует относиться к посреднику так же, как он относится к своему адвокату, бухгалтеру, священнику или иному доверенному лицу. Посредник, в свою очередь, имеет право отказаться представлять интересы клиента, с которым он не может сработаться на 100%.

В данной главе упор делается на вопросы, касающиеся продавцов компаний; тем не менее, покупатели также смогут воспользоваться преимуществами, предоставляемыми наличием пакета документально обоснованных материалов, отражающих действительное положение вещей и показывающих все плюсы и минусы компании. Покупатель, обладающий познаниями в данной области, является идеалом для любого посредника. Постарайтесь изложить всю правду о компании, подтвердить факты документально, и при беспристрастном подходе к оценке компания будет продана по справедливой рыночной цене.

Зачем нужен агент

Зачем необходимо нанимать агента? Работая посредником, я слышал этот вопрос от множества покупателей/продавцов (а также «любопытствующих») на протяжении многих лет. Я даже сам предлагал некоторым потенциальным клиентам не нанимать агента. В одном случае покупатель сообщил мне название компании, которую он хотел бы приобрести, имя ее президента, номер прямого телефона, а также данные по годовому объему продаж и приблизительной стоимости этой компании. Я спросил: «Так зачем же Вам нужен агент?», на что услышал такой ответ: «Я, так же как и Вы, занимаюсь тем, что я умею делать лучше всего. Для меня дешевле нанять Вас, чем оторваться от своей собственной работы для ведения переговоров по покупке другого бизнеса».

Я работаю в качестве лицензированного агента по сделкам с недвижимостью уже 25 лет, в течение которых я купил и продал большое количество частных домов. Тем не менее, если я когда-нибудь надумаю продавать свой собственный дом, мне даже не придет в голову заниматься этим без помощи

опытного посредника по сделкам с жилыми помещениями. Занимайтесь тем, что Вы делаете хорошо, и оставьте все остальное другим. Ни один профессионал не должен браться за любую работу в любых обстоятельствах.

Услуги агента

Ниже приводится перечень некоторых услуг и гарантий, предоставляемых агентами продавцам:

1. Лояльность
2. Конфиденциальность
3. Компетентность
4. Последующий контроль
5. Полное завершение сделки
6. Понимание Вашего бизнеса или работы, целей и устремлений
7. Составление плана действий с этапа первоначальных консультаций до завершения проекта
8. Предоставление полной информации о выгодных и невыгодных вариантах продажи
9. Справедливая оценка (беспристрастное определение стоимости)
10. Объективная оценка затрат и прогноз чистой выручки от продажи
11. Реалистичная оценка периода времени, необходимого для реализации сделки с самого начала и до ее завершения
12. Оказание поддержки и предоставление консультаций в течение всего процесса продажи
13. Руководство при заключении сделки и в последующий период времени.

Для Вас как владельца компании обсуждение перспектив ее продажи или отторжения может быть болезненным; естественно, такой шаг является важным событием как для Вашего бизнеса, так и в Вашей личной жизни. Для владельца при переходе компании в руки другого лица важно заручиться получением квалифицированной помощи в деле представления его интересов. Зачастую владельцам трудно отделить интересы бизнеса от личных и семейных соображений. Когда сделка становится реальностью, продавец испытывает множество чувств, некоторые из которых глубоко запряты в глубине души. Его нежелание принять предложение на покупку компании может быть вызвано, пользуясь терминологией агентов, «синдромом раскаяния продавца». Иногда при этом у него возникают угрызения совести (как правило, это временное явление) или чувство утраты (схожее с чувством, которое испытывают родители, когда их дети наконец покидают отчий дом — они будут страшно скучать по ним, но в то же время им смертельно хочется вкусить свободы и получить возможность жить своей собственной жизнью).

Ответы на вопросы продавца

Вот некоторые вопросы, которые наиболее часто приходят на ум продавцу, и ответы на них:

1. *Что будет с моими добрыми клиентами?* Новый владелец компании будет обслуживать их не хуже, а может быть, и лучше.
2. *Что произойдет с моими сотрудниками?* Умный покупатель приобретает Ваш бизнес в комплексе, учитывая его потенциал — Ваш персонал является неотделимой его частью.
3. *Получу ли я свои деньги, если на руках у меня будут одни бумажки?* Задачей агента является находить покупателей; проверка личности тех, кому Вы хотите продать свой бизнес и от кого Вы получите эти «бумажки», лежит на Вас. На самом деле за свой 25-летний опыт продажи компаний мне неизвестен хотя бы один случай восстановления продавца во владении бизнесом. Задача заключается в том, чтобы назначить такую цену за компанию, чтобы ее покупатель мог получать доходы и погашать задолженность. Если Вы слишком «прижмете» покупателя, возникнет опасность того, что он не сможет погашать задолженность в соответствии с договоренностями. Большая часть случаев несостоятельности компании после перехода права собственности на нее объясняется назначением слишком высокой цены при ее продаже.
4. *Правильно ли продавать компанию именно сейчас?* Если у Вас есть покупатель, который в состоянии купить компанию, готов и имеет желание сделать это, продавайте ее. Многие из продавцов, отказавшихся от предложения о покупке их компании, обращались ко мне через несколько недель или даже лет, желая вернуть покупателя. Исходя из опыта, самой лучшей и зачастую единственной кандидатурой является тот покупатель, которого Вы нашли на самом раннем этапе; относитесь к имеющимся кандидатурам внимательно: хороших покупателей найти не так легко.
5. *Является ли предложенная цена наилучшей из всех возможных?* Нет никаких гарантий того, что стоимость Вашего бизнеса возрастет через неделю или через год, или что это вообще когда-нибудь произойдет. Положитесь на совет своего агента: он имеет опыт повседневной работы на данном рынке.
6. *Что я буду делать после того, как сделка совершится?* Благоразумный покупатель, возможно, после покупки компании захочет заключить с Вами договор об оказании консультационных услуг сроком на несколько месяцев или лет. Вам также придется подписать договор о неучастии в конкуренции. Кроме того, некоторые продавцы оставляют за собой определенную долю в компании и являются

членами ее правления.

7. *Как мне заключить сделку так, чтобы иметь возможность получать доходы в случае дальнейшего роста компании?* Вы можете согласиться на меньшую цену и менее выгодные условия, оговорив, что если компания будет в дальнейшем процветать, то сможете получать часть доходов от прироста бизнеса, особенно если Вы будете вносить в это свой вклад. Небольшое предостережение: нельзя в одно и то же время сохранять пирог нетронутым и ламывать от него. Довольно трудно получить наивысшую цену за компанию и по-прежнему получать от нее доходы. В одной из сделок, которой занималась наша компания, продавцом выступал торговец, который очень любил совершать заграничные вояжи, а если оставался в городе, то проводил много времени за игрой в гольф. Покупатель оставил его в качестве консультанта с выплатой как члена совета директоров, так и части командировочных и других расходов, включая оплату членских взносов в гольф-клуб. Таким образом он смог заплатить меньшую цену, чем если бы сделка состоялась на обычных условиях, а продавец получил возможность по-прежнему вести привычный образ жизни. Кроме того, покупатель получил некоторые преимущества в плане уплаты налогов и размера первоначального взноса, уплачиваемого наличными при совершении сделки.

Заранее представьте своего агента банку, адвокату, аудитору, инспектору, руководству компании и членам семьи. Совместные усилия при реализации сделок по продаже и в период после их заключения приносят хорошие дивиденды. Агенты хорошо понимают, что такое ответственность за соблюдение конфиденциальности, но не надо полностью связывать им руки. Необходимо сообщить определенным лицам, что бизнес выставляется на продажу — иначе его никогда не продать.

Несколько лет назад одному агенту позвонила некая дама 68 лет, которая являлась самым молодым членом семьи из тех, кто участвовал в данном бизнесе. Старшим был ее брат 80 лет от роду. Потенциальная клиентка сообщила по телефону относительно процедуры оценки и продажи и в конце концов согласилась встретиться с агентом в присутствии двух своих посредников в офисе директора банка неподалеку от места расположения компании. Для встречи был выбран офис банка, а не контора агента или помещение самой компании, исходя из соображений конфиденциальности. В течение встречи, продолжавшейся 2 часа, не было представлено ни единого финансового документа, ни разу не было произнесено название продаваемой компании, а агенту было отказано в просьбе осмотреть ее помещения. Владельцы были столь озабочены безопасностью своего бизнеса, что агенту пришлось отказаться от предложения — невозможно продавать или производить оценку компании без полной поддержки со стороны продавца, без

доступа ко всей необходимой информации и без осмотра объекта.

Что касается вопросов конфиденциальности, то большинство агентов сами являлись владельцами бизнеса в то или иное время и поэтому хорошо осознают опасность, создаваемую преждевременным распространением информации о предстоящей продаже бизнеса. Как правило, посредника представляют сотрудникам компании как нового банкира, страхового агента, консультанта, партнера по гольфу или друга семьи. Если при посещении компании посреднику необходимо сделать фотографии, его можно представить как сотрудника фирмы, который готовит рекламную брошюру о деятельности компании.

Говоря о вопросах конфиденциальности, интересно отметить, что многие агенты и посредники в Европе публикуют красочные каталоги по компаниям, выставляемым на продажу, где приводятся финансовые показатели и сведения об их месторасположении. К счастью, в США дела обстоят по-другому, хотя и в обеспечении конфиденциальности иногда возможен некоторый перебор.

При первых встречах продавец и агент могут совместно рассмотреть финансовые аспекты деятельности компании в ретроспективе, выявить тенденции и определить структуру бизнеса. Продавец может обсудить с консультантом ситуацию в бизнесе и его ближайшие перспективы. На этом этапе агент уже сможет сообщить продавцу, будет ли он в состоянии оказать тому содействие в достижении поставленных целей и задач и, если нет, посоветовать других профессионалов в этой области, обладающих более высокой квалификацией для выполнения данной работы.

Процесс оценки

После подтверждения согласия на выполнение поручения агент должен приступить к процессу, конечным результатом которого должна явиться оценка стоимости бизнеса, а именно:

1. Заняться сбором всей необходимой информации (см. Перечень А, контрольный список документов).
2. Побеседовать с владельцем компании, сотрудниками бухгалтерии, адвокатом, арендодателем (если таковой имеется), кредиторами и другими лицами, чьи интересы может затронуть ее продажа.
3. Определить масштаб конкуренции в этой области — сопоставить размер и месторасположение компании в сравнении с конкурентами, определить сходства и различия между ними.
4. Проанализировать сильные и слабые стороны компании.
5. Провести анонимное исследование среди существующих и потенциальных покупателей продукции и услуг.
6. Намечить круг потенциальных покупателей.

7. Встретиться с владельцем для обсуждения процесса оценки бизнеса
8. Составить перечень имущества.
9. Приступить к выполнению маркетинговой программы.
10. Произвести оценку возможностей покупателей.
11. Провести презентацию компании.
12. Составить предложения на продажу.
13. Представить эти предложения.
14. Принять разумные меры предосторожности в отношении сделки.
15. Заключить сделку.
16. Завершить процедуру передачи права владения.

Контрольный список документов — Перечень А.

Ниже приводится список данных и документов, которые необходимо собрать Вам как продавцу для оказания помощи посреднику в процессе оценки Вашего бизнеса. Все соответствующие сведения должны обновляться по мере необходимости. В случае продажи компании данная информация может понадобиться также и покупателю для принятия необходимых мер предосторожности.

- Отчеты о прибыли и убытках и баланс за последние 3 — 5 лет
- Скорректированный или текущий отчет о прибыли и убытках и балансе
- Сведения о дебиторской и кредиторской задолженности с разбивкой по срокам задолженности
- Налоговые декларации компании за последние 3 — 5 лет
- Последние версии корпоративных документов, в т.ч. протоколы собраний, уставные документы, копии документов, представленных в правительственные органы, и реестр акций.
- Список наиболее крупного оборудования, включенного в перечень продаваемого имущества
- Перечень используемого на текущий момент имущества, не включенного в перечень продаваемого имущества
- Перечень всех долговых обязательств, переходящих к новому владельцу при продаже компании
- Копии всех патентов, авторских прав, торговых марок или важных контрактов
- Отчет обо всех делах, находящихся на рассмотрении суда
- Копии договоров аренды на недвижимое и личное имущество
- Описание всех объектов недвижимости, включенных в перечень продаваемого имущества (с учетом юридических и правовых аспектов)

- Контракты и/или письма о подтверждении найма сотрудников
- Реестр фонда заработной платы
- Копии документов, относящихся к системе пенсионного обеспечения и планам участия работников в прибыли компании
- Соглашение о неразглашении конфиденциальных сведений
- Список клиентов с указанием их имени и адреса (город, штат, почтовый индекс, имя и должность контактного лица)
- Копии страховых полисов или свидетельств
- Копии поручительств
- Фотографии производства и/или оборудования
- Описание должностных обязанностей

В ходе составления необходимых перечней для целей оценки и продажи компании агенту следует дать советы продавцу относительно тех аспектов административно-хозяйственной и другой деятельности компании, которые могут представить ее в наиболее выгодном свете. В дальнейшем при оценке стоимости позитивные результаты могут дать некоторые меры по доработке финансовой отчетности и наведению порядка в компании. Так, например:

1. Приведите в порядок финансовую отчетность. (Если владелец пользовался заемными средствами из фондов компании, их необходимо вернуть и снять с баланса).
2. Удалите из финансовых документов сведения по жилищным и оздоровительным комплексам, принадлежащим компании.
3. В перечне имущества оставьте только соответствующие, необходимые транспортные средства (не включайте в него автомобили экстра-класса и самолеты).
4. Погасите все мелкие задолженности (как самой компании, так и личные).
5. Спишите безнадежную дебиторскую задолженность.
6. Полностью погасите задолженность по налогам.
7. Приведите в порядок данные по дискреционным расходам и заплатите подоходный налог.
8. Посмотрите критическим взглядом на состояние помещений: удалите весь мусор, подкрасьте, где надо, и наведите общий порядок.

Попросите своего знакомого, мнение которого Вы цените, взглянуть на помещения, на работу компании и высказать общее впечатление. Как бы Вы сами оценили свое впечатление, если бы были на месте потенциального покупателя?

Мы уже говорили прежде о нехватке конкретной информации относительно стоимости имущества для целей продажи компании. В настоящее время многие фирмы и индивидуальные предприниматели, включая бухгалтерские фирмы, с целью привлечения новых клиентов рекламируют свои услуги по оценке стоимости в качестве отдельного вида деятельности или инструмента, приносящего прибыль.

В распоряжении специалистов, работающих в этой области, имеется специальное программное обеспечение. Тем не менее, если Вы не занимаетесь куплей-продажей компаний профессионально, никакое программное обеспечение во всем мире не поможет Вам получить ту искомую цифру, которая при продаже или покупке бизнеса устроила бы как Вас, так и клиента. Иногда сведения по сделкам в этой области могут послужить хорошим ориентиром или базой для эмпирической оценки, но, как правило, найти сопоставимые данные достаточно сложно. Особенно это касается компаний закрытого типа, данные по продаже которых являются явно недостаточными для прямого сопоставления.

Компания представляет собой индивидуальную экономическую единицу, и финансовые отчеты большинства частных компаний или компаний закрытого типа никогда не содержат достаточное количество сведений для того, чтобы произвести их сравнение между собой. Всегда имейте в виду, что небольшие фирмы не показывают всю прибыль для минимизации налогооблагаемого дохода, в то время как публичные компании для привлечения акционеров стремятся показывать как можно большую прибыль.

Говоря в целом, стоимость компании можно разделить на пять ключевых элементов:

1. Рыночная стоимость активов
2. Прогнозируемая величина будущего дохода и денежного потока
3. Стоимость прав, привилегий, объема накопленных знаний
4. Стабильность и перспектива функционирования бизнеса в будущем
5. Эстетическая привлекательность и эмоциональная мотивация

Методы оценки

Ниже приводятся некоторые наиболее распространенные методы, которыми пользуются посредники при оценке отдельных элементов бизнеса. Часть из них чаще используется для проверки состояния компании, а не для реальной оценки ее стоимости:

1. Методы оценки на основе активов (Asset-based Methods)
2. Базовый метод (Basic Method)
3. Метод капитализации доходов (Capitalization of Earnings Method)
4. Метод стоимости собственного капитала и требуемых инвестиций (Cost of Capital and Required Equity Method)

5. Метод множителя дискреционных доходов (Multiple of Discretionary Earnings Method)
6. Метод индивидуальных множителей для конкретных отраслей (Industry-specific Multipliers)
7. Метод эмпирической оценки (Rules of Thumb)
8. Метод избыточных доходов (Excess Earnings Method)
9. Метод дисконтированных будущих доходов (Discounted Future Earnings Method)

Как известно, существует несколько видов стоимости активов, в т.ч. начальная стоимость, балансовая стоимость, восстановительная стоимость, обоснованная рыночная стоимость и ликвидационная стоимость. При продаже бизнеса ценностью главным образом представляют те активы, которые приносят прибыль. Если они не дают прибыли, их стоимость соответственно уменьшается. Более подробные сведения об оценке активов приводятся в Главе 2.

Одним из методов, наиболее часто используемых агентами для быстрого получения сугубо приблизительной оценки компании, является Базовый метод, в соответствии с которым в расчет принимаются активы по обоснованной рыночной стоимости плюс размер дискреционных доходов, умноженный на соответствующий коэффициент (множитель). Дискреционные доходы обычно определяются как величина валового дохода за минусом эксплуатационных издержек компании до вычета величины процентов, подлежащих уплате, амортизации, «заработка» владельца и издержек, не связанных с основной деятельностью компании, которые владелец может начислять по своему усмотрению. В качестве множителя величины дискреционных доходов обычно используется 1 или 2. Более подробное описание данного метода приводится в Главе 12.

Метод капитализации доходов часто используется инвесторами для оценки недвижимости, но он также может применяться и для оценки бизнеса. В соответствии с данной методикой доходы капитализируются в стоимость. За основу, как правило, берутся доходы до уплаты налогов, величина которых нормируется с учетом экономической амортизации и заработной платы управленческого персонала. Выбранное значение нормы капитализации должно быть соразмерным с коэффициентом соотношения риска/отдачи от капиталовложений, требуемым инвесторами. Более подробный обзор данного метода дается в Главе 17.

Метод стоимости собственного капитала и требуемых инвестиций учитывает общую величину капиталовложений, необходимых со стороны покупателя, включая вложения в активы, целевые вложения в оборотный капитал для поддержания дебиторской задолженности и покрытия эксплуатационных издержек, а также затраты на модернизацию или ремонт производст-

ва и/или покупку дополнительного оборудования и материально-производственных запасов. Компания должна приносить прибыль на уровне, достаточном для покрытия всех произведенных вложений, а не только тех из них, которые финансируются продавцом.

Для оценки компаний закрытого типа агенты, оценщики, покупатели и продавцы часто используют Метод множителя дискреционных доходов. Сначала рассчитывается нормированное значение дискреционных доходов (в соответствии с приведенным выше описанием; иногда данный показатель также называют «денежным потоком владельца»). Затем на основе требуемого соотношения риска/отдачи от капиталовложений определяется множитель, который, как правило, варьируется от 1 до 3. Данный множитель используется для определения искомой величины стоимости путем умножения на него дискреционных доходов. Данная величина стоимости учитывает все аспекты операционной деятельности компании, включая стоимость товарно-материальных запасов, но не учитывает потребности в текущем оборотном капитале для получения наличных средств и дебиторской задолженности, а также непродовственные активы, такие как недвижимое имущество. Разница между величиной стоимости, полученной с помощью данного метода, и стоимостью текущих оборотных активов считается подтвержденной стоимостью «неосязаемых активов» (гудвилл). Поскольку при расчете цены покупки компаний закрытого типа текущий оборотный капитал чаще всего не включается в стоимость, данный метод больше подходит для оценки при продаже небольших фирм. Более подробное описание этого метода приводится в Главе 16.

Для определения стоимости бизнеса иногда используется метод ее расчета на основе индивидуальных множителей для предприятий конкретной отрасли. Например, стоимость бухгалтерской практики часто рассчитывается как величина валового дохода за годовой период времени. Стоимость ресторанного бизнеса иногда рассчитывается как количество мест в ресторане, умноженное на общую продолжительность эксплуатации заведения (в часах).

При использовании Метода эмпирической оценки делается допущение, что все компании, относящиеся к определенной категории, по сути идентичны. На самом деле это, конечно, не соответствует действительности. Тем не менее, в зависимости от сферы деятельности, метод оценки на основе эмпирических правил и показателей может найти широкое применение. Например, автоматические мойки автомобилей иногда оценивают из расчета 20000\$ за секцию, а мотели продают по 30000\$ за один номер. В общем случае эмпирическая оценка не отвечает требованиям как покупателя, так и продавца. Перечень наиболее распространенных эмпирических показателей, используемых при оценке, приведен в Главе 13.

Появление Метода избыточных доходов относится ко временам сухого закона. Он основан на формуле, использовавшейся Налоговым управлением США для расчета компенсации, выплачивавшейся производителям пива и алкогольных напитков за ущерб, нанесенный их накопленным нематери-

альным активам («гудвилл») введением запрета на продажу спиртных напитков. В основе Метода избыточных доходов лежит концепция, в соответствии с которой доходы, превышающие их уровень, необходимый для обеспечения отдачи от материальных активов компании, относятся к «неосязаемым активам» («гудвилл»). В соответствии с принятой процедурой сначала требуется определить размер нормированных доходов. Затем определяется величина требуемой отдачи от материальных активов, которая вычитается из доходов. Остаток (если имеется) считается избыточными доходами, относящимися к «гудвилл». Затем для определения стоимости «гудвилл» избыточные доходы капитализируются в стоимость. Для получения искомой общей стоимости бизнеса стоимость «гудвилл» прибавляется к стоимости материальных активов. Более подробные пояснения по данному методу даются в Главе 15.

В соответствии с Методом дисконтированных будущих доходов сначала необходимо определить величину будущих доходов, обычно на период от 5 до 10 лет. Затем их величина дисконтируется с использованием ставки дисконтирования, включающей требуемую величину соответствующего отношения риска к отдаче, привязанной к расчету прогнозируемых доходов. Применение данного метода требует отчетливого понимания механизма работы конкретной отрасли и оцениваемой компании. Более подробную информацию об этом методе можно найти в Главе 18.

Сведения для покупателей

Как надо действовать покупателю, желающему избежать проблем на пути к приобретению компании, о которой он столь долго мечтал? При первой встрече большинство агентов предупреждают покупателей, как до этого они предупреждали продавцов: «Не начинайте действовать, пока не будете твердо уверены в своем намерении». Процесс покупки компании может оказаться весьма трудоемкой работой, требующей времени и денег и приносящей одни разочарования. К счастью, существует (наконец-то) группа профессиональных агентов или посредников, карьера которых прямо зависит от умения работать с клиентами так, чтобы быть уверенным в сохранении своих позиций в деловом мире. Агенты с сомнительной репутацией, темные и малообразованные личности на этом поприще — это практически вымерший вид. Благодаря образованию, соблюдению профессионального морального кодекса и неукоснительному следованию профессиональным стандартам и обычаям, члены Международной ассоциации посредников по купле и продаже бизнеса (IBBA) — сертифицированные специалисты в данной области, стремятся к совершенству и пожинают плоды успеха, предоставляя клиентам услуги в соответствии с «золотыми правилами» своей профессии. Эта некоммерческая организация, штаб-квартира которой находится в Рестоне, штат Виргиния, имеет примерно 700 членов. Список членов ассоциа-

ции можно получить, позвонив по телефону +1-703-437-7464. Покупатели из разных частей страны и из-за рубежа могут теперь заранее договориться о встрече со специалистами-членами IBBA. Их работа отличается тем, что они хорошо понимают каждого клиента и вникают в его намерения, учитывая его финансовые возможности.

Для покупки компании не обязательно быть очень богатым человеком. Сообщите Вашему агенту размер средств, которые Вы можете безбоязненно инвестировать в собственное будущее. Во многих случаях бывает дешевле приобрести компанию, чем начинать новое дело. Агента может заинтересовать Ваша предшествующая деятельность, размеры Вашего состояния, состояние дел с уплатой налогов, профессиональные навыки, степень участия родственников в предполагаемом предприятии, источник первоначального капитала и потребность в обеспечении оборотного капитала. Но это необходимо знать агенту для подбора наиболее подходящего для Вас варианта. Некоторые агенты работают на продавцов, другие представляют только покупателей. На первой встрече Вам необходимо четко определить, чего ожидает от Вас агент, а также кто заплатит ему вознаграждение. Многие агенты работают на условиях получения аванса за проведение поисков компании и представление Ваших интересов в процессе покупки. Не удивляйтесь, что услуги профессионалов стоят дорого. Если Вы настроены серьезно, то и они серьезно подойдут к делу.

В ряде штатов, включая и мой штат, Техас, на первой встрече необходимо предоставлять сведения в полном объеме о том, кого представляет агент (покупателя или продавца) и кто будет выплачивать ему вознаграждение. Агенту необходимо определить степень Вашей заинтересованности в покупке компании, а также согласовать временные рамки и выяснить финансовую состоятельность клиента. Профессиональные агенты не допускают в работе с продавцом возникновения тупиковой ситуации на финансовой или иной почве за счет продажи бизнеса по непомерно высокой цене.

Многие покупатели сообщают агентам, что деньги для них не проблема и они могут купить любой объект из представленного списка. Такой подход может ввести в заблуждение и привести к недоразумениям, если правда заключается в том, что покупатель может с трудом наскрести деньги на первый взнос и не располагает денежными средствами на непредвиденные расходы. Будьте правдивы при первой встрече с агентом: это принесет Вам хорошие дивиденды.

Если Вы хотите купить бизнес, то чем гибче будет Ваш подход к выбору месторасположения и типа искомой компании, тем шире будет круг возможностей, представленных на Ваше рассмотрение. Многие малоизвестные категории компаний приносят огромную прибыль, тогда как многие люди даже не подозревают об их существовании.

Давайте представим, что после того, как Вы присмотрелись к предложениям на рынке и определили свою точку зрения, Вы наконец нашли то пред-

ложение, которое отвечает Вашим мечтам и ожиданиям. Теперь можно перейти к заключению договора купли-продажи через посредника/агента. Сохраняйте в ходе переговоров гибкость и готовность к взаимным уступкам. Даже компания Вашей мечты не может быть безупречной на 100% — ведь даже Ваша супруга (супруг), дети и родители, которых Вы любите, не свободны от недостатков. Будьте готовы выписать чек в виде задатка для скрепления сделки по покупке, пока Вы заняты должной процедурой подготовки (проводите проверку компании). Обычно сумма задатка для скрепления сделки купли-продажи составляет 10% от ее согласованной цены продажи или от цены, назначенной продавцом.

В большинстве случаев предложения включают определенные условия, при невыполнении которых денежный залог подлежит возврату. Если сделка совершается, денежный залог учитывается при расчете величины первоначального взноса или цены покупки. Не следует рассчитывать на то, что продавцы познакомят Вас со своими поставщиками, клиентами или сотрудниками, прежде чем Вы внесете залог и подтвердите свою финансовую состоятельность.

Если дополнительные условия сделки были выполнены удовлетворительным образом, следующим шагом является закрытие сделки, выплата остатка суммы, принадлежащей уплате продавцу, и получение надлежащих документов, подтверждающих переход прав собственности.

Удачи Вам в новом деле.

Заключение

В ближайшей библиотеке Вы можете найти массу литературы по оценке бизнеса. Покупатели имеют свое мнение относительно стоимости того или иного бизнеса, продавцы считают по-другому, ссудодатели рассматривают вопрос стоимости со своей точки зрения (обычно оценивая бизнес на базе ликвидационной стоимости при его вынужденной продаже), а профессиональные посредники, разумеется, предлагают свой способ (обычно на основе справедливой рыночной стоимости). Целью данной статьи является ознакомление читателя с разнообразными взглядами на процесс определения стоимости с тем, чтобы вооружить его необходимыми знаниями на случай, если ему придется выступать в качестве покупателя или продавца.

Должная подготовка сделок по слиянию или приобретению компаний и подготовка предложения ценных бумаг с точки зрения инвестиционного банка

**РИЧАРД ХУЛИХЭН (RICHARD HOULIHAN)
Д. ГРЕЙ МЕРРИМЭН (D. GREY MERRYMAN)**

В соответствии с принятым определением проявление «должной добросовестности» (*due diligence*) при заключении сделок означает отсутствие небрежности в процессе их подготовки. Однако, что касается предложения ценных бумаг, приобретения бизнеса или слияния компаний, такие «сделки» имеют столь большое значение и важность, что в процессе подготовки инвестиционные банки, ответственные за их анализ, должны точно знать, что они делают, следуя при этом тщательно разработанному плану действий. Говоря о случайности и закономерности, Луи Пастер сказал, что «случай благоприятствует подготовленному разуму». Точно так же хорошо подготовленный анализ сделки может оказать решающее воздействие и сместить чашу весов в пользу успешной сделки, выигрышной как для информированного покупателя, так и для продавца, или же как для компании, так и для ее новых инвесторов.

В реальной жизни операции, или «сделки» между потенциальным покупателем и продавцом (или между компанией, выпускающей ценные бумаги, и соответствующим инвестиционным банком), часто заключаются и структурируются на основании предварительной информации, концепций и планов, а подробности сделок оставляются на усмотрение юриста и банка. В целом юрист может собрать необходимые юридические документы и осуществить требуемую регистрацию, но, как правило, он не может представить квалифицированного мнения о преимуществах и недостатках сделки с точки зрения финансовых аспектов и управления бизнесом. Основная ответственность за анализ потенциальной сделки и разработку заключения относительно ее надежности и структуры ложится на широкие плечи инвестиционного банка, с которым работает приобретающая сторона, или на головного гаранта размещения ценных бумаг.

При осуществлении некоторых, относительно менее крупных сделок,

инвестиционный банк в целях экономии средств может представлять как покупателя, так и продавца, но в таких случаях следует соблюдать осторожность с точки зрения юридических аспектов сделки, а также полную гласность. Инвестиционный банк, действующий в интересах продавца, должен в первую очередь обеспечить получение его клиентом как минимум обоснованной или более высокой цены за его бизнес. Кроме того, банк должен проверить платежеспособность покупателя, т.е. убедиться, что покупатель в состоянии оплатить оговоренную в сделке сумму, а также проследить, чтобы сделка была правильным образом организована с точки зрения законодательства и налогообложения. Помимо этого инвестиционный банк, выступающий со стороны продавца, должен скоординировать с бухгалтерами и юристами действия по обеспечению наиболее благоприятных для продавца условий сделки с точки зрения налогообложения, насколько это возможно при согласованной структуре сделки.

Анализ сделок по приобретению бизнеса, проводимый инвестиционным банком в интересах покупателя, играет ключевую роль в достижении покупателем изначально поставленных целей сделки и назначении справедливой цены. Немало планов было похоронено в результате непродуманных и поспешных приобретений, приведших к банкротству компаний и разорению предпринимателей. В этой связи в тех случаях, когда сделка не оправдывает надежд после ее полного завершения и несчастный покупатель начинает искать козла отпущения, инвестиционный банк может стать мишенью для обвинений. С другой стороны, в истории немало случаев, когда состояния были сделаны за счет использования принципа «роста посредством приобретения», если при этом обладатели состояний действовали в соответствии со здравым смыслом и разумно подходили к делу.

Анализ надлежащей подготовки предложения ценных бумаг, производимый инвестиционным банком, является ключевым средством оценки уровня риска для нового инвестора. Кроме того, именно информация, полученная в ходе такого анализа, используется при определении цены соответствующего предложения. При изучении рынка с целью поиска данных о продаже бизнеса и их сопоставления используются компьютерные базы данных об открытых компаниях. Затем эта информация корректируется с учетом уровня риска, присущего компании, планирующей произвести размещение ценных бумаг. Для анализа цены предложения на ценные бумаги используются два основных метода: Метод рыночных коэффициентов и Метод анализа дисконтированного будущего денежного потока.

Нет нужды говорить (хотя, к сожалению, это часто упускается из виду), что окончательное юридическое оформление сделки никогда не должно производиться до тех пор, пока не будет завершен процесс ее анализа и не будет представлен подробный отчет с четкой рекомендацией: «продолжить» или «прекратить» действия по заключению сделки. Если специалисты инвестиционного банка не имеют специального опыта в области оценки прояв-

ления «должной заботливости» (due diligence) в ходе подготовки к сделке банку следует обратиться за помощью к опытным профессионалам, так как если при анализе подготовки сделки ключевой фактор будет упущен и это может привести к далеко идущим последствиям. В современном обществе, где все разногласия решаются в суде, специалистам инвестиционного банка при проведении анализа сделки необходимо действовать чрезвычайно осмотрительно, поскольку их мнение может явиться решающим фактором принятия решения как в пользу заключения и окончательного оформления сделки, так и в пользу отказа от нее.

Необходимо тщательно спланировать проведение анализа и определить дату его завершения. Результаты анализа должны быть обобщены и представлены клиенту с четкими рекомендациями и готовым мнением о целесообразности совершения сделки по приобретению бизнеса, или по реализации плана по предложению ценных бумаг. Кроме того, анализ должен быть проведен в достаточно короткие сроки, чтобы не отвлекать без надобности высшее руководство компании клиента и свести к минимуму возможные вмешательства в процесс и распространения «слухов» среди сотрудников покупателя, продавца и продаваемой компании.

Процесс анализа

Процесс анализа следует разделить на два основных этапа: общий анализ и детальный анализ. Задачей общего анализа является определение цели сделки, различия сделки по приобретению бизнеса или финансирования за счет предложения ценных бумаг, а также оценка общего уровня установленности бизнеса или ценных бумаг соответственно. В случае удовлетворительных результатов первого этапа анализа следует переходить к его второму этапу — детальному анализу. Задачей детального анализа является тщательное исследование предполагаемой сделки по приобретению бизнеса и подготовка более подробных рекомендаций и мнения относительно целесообразности, структуры и цены сделки. В данной главе этапы анализа рассматриваются с точки зрения инвестиционного банка, действующего в интересах покупателя, или головного гаранта размещения ценных бумаг, которые, как указывает автору его опыт, обычно проводят анализ таких сделок и оперативно обобщают выводы анализа. В результате они или «благословляют» сделку или, в ряде случаев, предостерегают от их совершения.

Нижеследующие контрольные перечни, рекомендованные для анализа документов и приводимые примеры не должны рассматриваться как шаблон, а скорее как иллюстративный материал, дающий пояснения по некоторым позициям и документам, которые следует изучить опытному специалисту инвестиционного банка в процессе анализа подобной сделки или операции. Все сделки отличаются между собой, и поэтому каждая из них должна рассматриваться как отдельное, индивидуальное исследование. Например,

лиз предприятия обрабатывающей промышленности производится несколько иным образом, чем анализ фирмы, работающей в сфере предоставления услуг и т.д. Проведение анализа с проявлением «должной заботливости» при подготовке к сделке является незаменимым этапом, и в ходе такого анализа специалисту инвестиционного банка, проводящему анализ, приходится оценивать многочисленные вопросы, отделяя второстепенные проблемы от существенных. Информация, содержащаяся в данной главе и в контрольных перечнях, хотя и не является исчерпывающей, предназначена для того, чтобы служить напоминанием прошедшему обучению специалисту инвестиционного банка о множестве ключевых вопросов, которые должны быть проанализированы, а также о тех сведениях, которые должны быть представлены покупателю. Контрольные списки предназначены для использования при анализе сделок с небольшими компаниями и компаниями среднего размера и составлены с учетом точки зрения инвестиционного банка, представляющего интересы фирмы или лица, приобретающего компанию.

Общий анализ

1. Укажите полное название и адрес (адреса) компании, а также дату ее основания и место регистрации. Составьте список директоров/руководства компании.
2. Перечислите должностные обязанности владельцев/лиц, возглавляющих компанию.
3. Расскажите об истории развития компании с момента ее основания. Представьте графики или таблицы, содержащие данные о структуре продаж и прибыли до уплаты налогов с начала работы компании с пояснениями относительно наиболее значительных колебаний в показателях; определите этап развития бизнеса, на котором находится компания — каков имеющийся потенциал роста объема продаж и прибыли? Кто занимается анализом, составлением и аудитом финансовой отчетности компании? Если этой работой занимается внешний сертифицированный бухгалтер высшей квалификации (CPA), договоритесь с ним о встрече для обсуждения положения компании и анализа рабочих материалов.
4. Представьте пояснения относительно причин продажи бизнеса и в течение какого времени он предлагается для продажи. Имеется ли какая-либо информация о других претендентах? Или (если речь идет о предложении ценных бумаг) представьте пояснения относительно причин, по которым рассматривается такое предложение, а также проанализируйте, как используются в компании денежные поступления и какова потребность в дополнительном капитале.
5. Объясните, почему Ваш клиент заинтересован в приобретении этого бизнеса. (Или же разработайте детальный план использования

поступлений от размещения ценных бумаг).

6. Опишите рассматриваемую сделку, предполагаемую структуру и логобложения и влияние этого фактора: варианты покупки — активы за наличные средства и/или ценные бумаги; акции за наличные средства и/или ценные бумаги; акции за акции и т.д. Если сделка будет зарегистрирована как «приобретение» (в противоположность «слиянию компаний без переоценки стоимости активов», то какая часть покупной цены может быть отнесена к обесценивающимся активам? (Или предоставьте сведения о предложении ценных бумаг, включая тип обеспечения, условия предложения, структуру капитала, анализ стоимости капитала и т.д.)
7. Составьте список юристов, представляющих интересы продавца и покупателя, с указанием их имени и адреса. Кто составляет проект договора о приобретении бизнеса (документацию, относящуюся к предложению ценных бумаг); кто осуществляет регистрацию в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и т.д.?
8. Были ли составлены и подписаны обеими сторонами соответствующие документы, включающие в себя все основные элементы предпринимательской сделки: письмо о намерениях, договор о внесении задатка и/или договор о финансировании? Если нет, то почему? Приложите вышеуказанные документы, оформленные надлежащим образом.
9. Назовите имена и адреса посредников, участвующих в сделке на основе договоров о выплате комиссионного вознаграждения. Были ли договоры официально зарегистрированы и приняты при условии завершения рассматриваемой сделки?
10. Выясните, не находится ли в судебном производстве какое-либо дело, имеющее отношение к компании или к ее руководителям, и не предполагается ли возбуждение такого дела в ближайшее время? В случае наличия таких дел представьте полную информацию о них. Создает ли судебное преследование, если таковое ведется, какие-либо существенные препятствия для сделки?
11. Пользуется ли компания услугами независимого эксперта по оценке для получения заключения об обоснованной рыночной цене приобретаемого бизнеса (или о назначении цены на размещаемые акции)? Если нет, то почему?
12. Каково Ваше предварительное мнение относительно стоимости приобретаемого бизнеса (или стоимости предлагаемых ценных бумаг) и как эта стоимость была определена? (Оценка не должна учитывать синергетический эффект, который может возникнуть в результате приобретения компании).
13. Опишите отрасль, в которой работает данная компания, и общий

потенциал ее роста. Каким образом показатели рассматриваемого бизнеса соотносятся с показателями роста общего объема продаж, прибыли и издержек в отрасли?

14. Произведите разбивку среднемесячной выручки и среднемесячных издержек по форме калькуляции прямых издержек с целью расчета и составления графика для определения среднемесячной выручки, при которой достигается точка безубыточности. Это тот уровень выручки за месяц, при котором нормированные среднемесячные постоянные издержки полностью компенсируются или покрываются.
15. Определите, имеется ли какая-либо важная фирменная продукция, патенты, торговые марки и т.д., а также срок их возможного использования и защиты.
16. По завершении предыдущих этапов специалист инвестиционного банка должен подытожить результаты общего анализа и представить их клиенту с предварительной рекомендацией: «продолжить» или «прекратить» действия по приобретению бизнеса (или предложению ценных бумаг).

Ниже приведен примерный план представления отчета по результатам общего анализа:

- Краткое описание общего анализа и сделанные выводы.
- Показатели работы компании за прошлые периоды и линейный график объема продаж и прибыли.
- Посещение компании, обследование помещений и т.д.
- Причины продажи бизнеса, цель его покупки, или использование поступлений от предложения ценных бумаг.
- Предполагаемый синергетический эффект и его потенциальное воздействие на финансовые аспекты сделки
- Структура сделки и ее последствия с точки зрения налогообложения (или соответствующие сведения о предложении ценных бумаг).
- Предварительная оценка стоимости бизнеса в сопоставлении со стоимостью средств, имеющихся в распоряжении покупателя для оплаты приобретения компании (если они выражены не в денежной форме) — покажите подходы к оценке и к взвешиванию показателей
- Общий потенциал роста компании и отрасли; сопоставление показателей рассматриваемой компании с показателями отрасли и конкурентов.
- Глубина проработки управленческих решений и последовательность руководства,двигаемые им требования, договора о размере зара-

- ботной платы, в т.ч. возможные конфликты, а также необходимость заключения договора об обязательстве не участвовать в конкурсах.
- Текущие, находящиеся на рассмотрении или предстоящие судебные процессы.
- Агентские соглашения
- Фирменная продукция, патенты, торговые марки и т.д., а также оставшийся срок их возможного использования.
- Суммарный анализ активов и пассивов, а также скорректированный отчет о финансовом состоянии компании (скорректируйте показатели стоимости активов для их приведения к рассчитанной объективной рыночной стоимости)
- Потенциальные обязательства (т.е. обязательства, появляющиеся в результате совершенных операций)
- Анализ оборотных средств, будущие потребности в капитале и требуемый объем денежного потока.
- Простой анализ точки безубыточности бизнеса, показывающий величину средней месячной выручки, необходимой для покрытия постоянных (фиксированных) издержек, а также прогноз месячной выручки и издержек на будущее. Проиллюстрируйте анализ с помощью графика точки безубыточности, дающего сопоставление среднемесячной выручки с постоянными издержками и с общими издержками.
- Предварительная оценка объема продаж, прибыли до уплаты налогов, потребности в объеме капитала и величины чистого денежного потока рассматриваемой компании на ближайшие 5 лет, как в случае отказа от приобретения компании (или от размещения ценных бумаг), так и для случая приобретения компании (или дополнительного привлечения капитала). Необходимо тщательно проанализировать разницу между двумя этими прогнозами и определить синергетический эффект (если имеется).
- Мнение юристов по вопросам возможной применимости антикоррупционного законодательства в случае значительного увеличения доли компании на рынке.
- Предлагаемые условия и обязательства, которые следует включить в договор о покупке компании (или в договор о финансировании), а также иные правовые вопросы, которые возникли в процессе предварительного анализа.
- Любые другие вопросы, имеющие существенное значение или последствия для конкретной анализируемой сделки, которые были отмечены проводящим анализ инвестиционным банком.

- Анализ относительной значимости вышеперечисленных факторов и предварительные рекомендации по продолжению процесса приобретения бизнеса (или предложения ценных бумаг), а также детальный анализ с выработкой предварительной рекомендации «продолжать» или «не продолжать» действия на основе анализа относительной значимости факторов (Relative Value Analysis technique), показанного в Таблице 5.1, могут служить инструментом для систематизации и выражения в количественной форме факторов, влияющих на принятие субъективного решения относительно заключения потенциальной сделки.

Анализ затрат времени на проведение анализа и прочие факторы

Как подсказывает автору его опыт, в зависимости от размера и величины и сложности структуры анализируемой компании, доступности информации и степени содействия со стороны ее руководства для обеспечения своевременного предоставления требуемой информации, опытный специалист инвестиционного банка, имеющий навыки проведения анализа сделок и стремящийся сконцентрировать усилия на завершении предварительного исследования, может завершить работу по проведению общего анализа, обобщению выводов и представлению результатов за одну или две недели.

Если предположить, что рассматриваемая компания по результатам первого этапа анализа успешно прошла проверку, специалист инвестиционного банка далее может переходить к проведению детального анализа. Детальный анализ обычно планируется таким образом, чтобы завершить его до того, как будут подготовлены окончательные юридические документы по сделке или ценные бумаги поступят на рынок. Как правило, для завершения детального анализа и представления его результатов требуется еще одна две недели.

Если рассматриваемый бизнес был оценен в процессе общего анализа как успешный, сделка имеет прекрасные шансы быть успешно доведенной до конца. Юристу и специалисту инвестиционного банка следует совместно определить последовательность наиболее важных событий (т.н. критический путь — critical path) для скорейшего завершения сделки или выпуска ценных бумаг на рынок. Лучше всего зафиксировать соответствующие даты в письменном документе с договоренностью о том, что участвующие стороны будут придерживаться своих обязательств по соблюдению сроков, дабы без необходимости не создавать препятствий ходу процесса. Поскольку ряд ключевых факторов уже был проанализирован в рамках общего анализа, в ходе детального анализа больше внимания необходимо уделить проработке информации по отдельным составляющим операции и составлению юридических документов, необходимых для своевременного завершения сделки.

Если незадолго до этого проводилась официальная проверка документа-

Таблица 5.1. Оценка сделки на основе относительной значимости факторов для компании XYZ, произведенная Р. Хулихэном

Фактор	Рейтинг* от 1 до 5 пунктов	Вес**	Доля в итоговом результате
Стоимость бизнеса	4,0	15,0%	0,600
Прогноз объема продаж и прибыли после приобретения компании	4,0	10,0%	0,400
Синергетический эффект от совместных действий покупателя и продавца и их общее "соответствие" друг другу	4,0	10,0%	0,400
Структура сделки (рассрочка выплаты суммы сделки и т.д.)	4,5	9,0%	0,405
Состояние и потенциал роста отрасли	4,0	9,0%	0,360
Доля рынка, дистрибуция и анализ конкуренции	4,0	8,0%	0,320
Менеджмент и будущие требования к управлению	4,5	8,0%	0,360
Доступ к источникам дополнительного капитала	4,5	7,0%	0,315
Судебные процессы (если имеют место)	4,5	7,0%	0,315
Потребность в капитале	3,0	6,0%	0,180
Потенциальные обязательства	4,0	5,0%	0,200
Точка безубыточности и использование засеянных средств в текущей деятельности	4,5	4,0%	0,180
Прочие значимые факторы	5,0	2,0%	0,100
		100,0%	4,135
Оценочный показатель Хулихэна (Итоговый результат / 5)			82,7%

ПРИМЕЧАНИЕ к табл. 5.1.: Взвешивание или рейтинг факторов, которые, по нашему мнению, не имеют отношения к данной компании, не производился, т.е. такие факторы были исключены из анализа. Если же в Вашем случае в наличии имеются факторы, не указанные в данной таблице, но имеющие значение для рассматриваемого бизнеса, они должны быть включены в производимый анализ. Минимальным считается оценочный показатель выше 80 процентов; хорошим считается показатель, превышающий 90 процентов.

* Рейтинг основан на оценке "характеристик работы" (performance) соответствующего фактора (применительно к отрасли), учитываемого при принятии решения, при условии успешного завершения сделки: 5 = отлично, 4 = выше среднего, 3 = хорошо, 2 = удовлетворительно, 1 = плохо.

** Вес основан на степени важности соответствующего фактора для успешности сделки; оценка каждой позиции производится по шкале от 1 до 10, причем более важным позициям присваивается большая значимость (например, вес будущей рентабельности может составлять 10, в то время как вес показателя будущего объема потребности в капитале может находиться на уровне 4 и т.д.).

ции аудиторской фирмой, представившей свое независимое заключение, то анализ рабочих документов компании значительно ускорит процесс. Однако если финансовые отчеты были подготовлены внутри компании, или просто «скомпилированы», инвестиционный банк в рамках детального анализа должен уделить большее внимание анализу бухгалтерской документации и других документов. Авторы данной главы были свидетелями многочисленных случаев того, как рассматриваемые компании «подделывали» бухгалтерские книги, чтобы отразить в них более высокий уровень рентабельности по сравнению с ее реальным уровнем, или не трудились внести в них все существующие или известные потенциальные обязательства компании.

При подготовке документов в рамках сделки по приобретению бизнеса (или финансовых документов в случае предложения ценных бумаг), юрист обязан учесть эти потенциальные обязательства посредством включения положений, оговаривающих право на зачет (компенсацию) соответствующей суммы в сумме сделки по приобретению компании в случае, если сумма активов была завышена, а сумма пассивов была занижена (или привести цену предложения ценных бумаг в соответствие с такими требованиями). Анализ и подтверждение суммы активов и пассивов в процессе детального анализа имеет большое значение, поскольку любые позиции, требующие корректировки, как правило, влияют как на показатель рентабельности, так и на величину чистых активов анализируемой компании.

Детальный анализ

1. Перечислите документы, которые необходимо проанализировать или составить, а также предполагаемую дату завершения анализа с целью своевременной подготовки детального анализа. Документы, которые обычно предоставляются рассматриваемой компанией и анализируются инвестиционным банком, включают:

- Подробные финансовые отчеты и налоговые декларации компании как минимум за пять предыдущих финансовых лет.
- Сведения о любых ведущихся или предстоящих судебных процессах, имеющих отношение к бизнесу, или о делах, находящихся в судопроизводстве.
- Выверенные банком данные по состоянию на конец предыдущего месяца.
- Детальный анализ дебиторской задолженности с разбивкой по срокам задолженности по состоянию на конец предыдущего месяца. (Крайне важно указать любые потенциально безнадежные долги).
- Данные инвентаризации наличных запасов всех основных коммерческих товаров по состоянию на конец предыдущего месяца и их анализ. (Важно отразить устаревшие и непригодные для продажи товарно-материальные запасы).

- Анализ любых авансовых выплат, таких как выплата годового взноса по страховому полису в виде единовременного авансового платежа.
- Копии всех договоров страхования бизнеса с указанием имени и номеров телефона страховых агентов.
- Подробный анализ всех основных средств с указанием даты приобретения и фактической себестоимости.
- Анализ всех прочих активов, таких как депозиты, земельные участки, а также другого имущества, не используемого в процессе хозяйственной деятельности компании.
- Детальный пробный частичный баланс всей кредиторской задолженности с разбивкой по срокам задолженности, с перечислением всех поставщиков в алфавитном порядке и с указанием контактного лица и номера телефона поставщиков.
- Список всех существующих или будущих потенциальных обязательств, включая любые дела, находящиеся в судопроизводстве, или предстоящие судебные процессы, а также соответствующие письменные заявления адвоката компании, ведущего эти дела.
- Перечень всех банковских ссуд с указанием имени и номера телефона соответствующих должностных лиц банка, а также копии всех долговых обязательств.
- Список всех владельцев/акционеров с указанием принадлежащих им долей и соответствующие договора купли-продажи.
- Список всех других обязательств компании, не упомянутых выше: копии векселей и т.д.
- Копии всех протоколов заседаний совета директоров, контрактов, договоров аренды, договоров акционирования, договоров о партнерстве, договоров найма, договоров с поставщиками, клиентских соглашений, договоров об образовании совместного предприятия, а также любых других договоров, в которых рассматриваемая компания выступает в качестве одной из сторон.
- Результаты всех проверок правильности начисления подоходного налога, проведенных соответствующими федеральными органами или органами штата.
- Если применимо, список всех основных клиентов — тех клиентов, на долю которых приходится более 5 процентов общего объема продаж (укажите примерный годовой объем продаж каждому клиенту).
- Личные дела ведущих сотрудников, которые, как ожидается, останутся в компании после совершения сделки.
- Все профсоюзные договора или договора с сотрудниками, включая результаты последнего пересмотра заработной платы.
- Все патенты, заявки на патенты и/или торговые марки (если та

ОЦЕНКА КОМПАНИЙ: ЦЕЛЬ, РЫНОК И РЕСУРСЫ

ковые имеются).

- Любые другие документы продавца, не упомянутые в этом перечне, которые могут иметь отношение к бизнесу.
- Письменное заявление высшего руководства касательно основных судебных разбирательств, заявлений, сделанных в суде и т.д. Кроме того, сюда необходимо включить проекты общих документов, составленных в связи с планируемой сделкой.
- Все проекты документов на приобретение компании или финансовых документов на размещение акций, включая договор на покупку компании, соглашение о финансировании, меморандумы о частном размещении ценных бумаг, документы о переуступке прав, закладные, регистрационные документы на акции, разрешения совета директоров, разрешения акционеров (если требуются), заключения налоговых органов относительно уплаты налогов продавцом и покупателем, письменное заявление юриста касательно судебного разбирательства и т.д. (Примечание. эти проекты документов могут отсутствовать на момент проведения анализа сделки, но они должны быть внесены в перечень и проанализированы инвестиционным банком до завершения детального анализа).
- Любые другие документы продавца, не упомянутые в этом перечне, которые могут иметь отношение к сделке.

В ходе общего или детального анализа определите, нет ли какой-либо документации или данных, которые были запрошены, но не получены; получите от продавца подписанный им список всех денежных обязательств, имеющих отношение к Закону о крупных продажах (Bulk Sales Act).

Убедитесь в наличии документа о независимой оценке рассматриваемой компании. В случае, если сделка предусматривает иную форму оплаты помимо оплаты наличными, проанализируйте стоимость средств, используемых для оплаты в такой форме и сравните эту величину с установленной обоснованной рыночной стоимостью бизнеса (предложение о полной оплате в форме наличных средств отличается от оплаты на условиях первоначального взноса в размере 20 процентов с оплатой оставшейся части в форме долгосрочного низкопроцентного векселя, обеспеченного приобретаемым бизнесом). Теперь следует провести более глубокий анализ отрасли. Опишите текущее состояние и перспективы отрасли, основные компании отрасли и их производительность, а также влияние основных экономических и социальных тенденций и изменений в области технологии или законодательства.

Дайте полное описание продукции, всех патентов, фирменных изде-

- лий и разработок, торговых марок и т.д., определите возможные срок их использования, а также приведите сведения обо всех будущих разработках, которые могут способствовать увеличению добавленной стоимости
6. Опишите объем рынка, имеющиеся тенденции и уровень конкуренции и, если возможно, подготовьте секторную диаграмму рынка, показывающую долю, принадлежащую каждому из основных конкурентов. Что может предпринять рассматриваемая фирма для увеличения своей рыночной доли в будущем? На основании этого анализа и данных о продажах компании за предыдущие пять лет подготовьте прогноз на ближайшие пять лет, опишите стратегию рынка, систему ценообразования, организацию рекламы и продвижения товаров (услуг), а также дистрибуцию. Какова планируемая цель (задача) бизнеса в области ценообразования, повышения качества продукции и обслуживания?
 7. Опишите деятельность компании по отдельным территориальным подразделениям с указанием шкалы заработной платы, наличия рабочей силы, взаимодействия с профсоюзами, близости к клиентам, удобства месторасположения и наличия средств связи. Если компания занимается производственной деятельностью, опишите технологические процессы, включая используемые методы производства, рабочую силу, качество, материалы, процесс закупок, а также разбивку постоянных и переменных издержек. Опишите состояние фабрики и оборудования, определите потребность в наличных средствах для модернизации и замены оборудования в ближайшие пять лет.
 8. Приведите сведения о системе управления компанией и планируемой организации бизнеса после завершения сделки, а также ожидаемое влияние будущих изменений на величину постоянных издержек. Определите потребность в профессиональных услугах, которые могут понадобиться в будущем, и их стоимость.
 9. Подготовьте план представления результатов детального анализа и последующего завершения сделки.
 10. На основе предварительной финансовой информации, собранной в процессе общего анализа, составьте уточненный финансовый прогноз на пятилетний срок, проведите анализ безубыточности и подготовьте демонстрационные материалы для представления результатов анализа.
 11. Сформулируйте и подготовьте окончательные рекомендации «продолжить» или «прекратить» действия по реализации сделки на приобретение бизнеса или по предложению ценных бумаг.
 12. Представьте Ваши окончательные рекомендации, разработанные на основании Вашего анализа

ОКОНЧАТЕЛЬНЫЕ ВЫВОДЫ ДЕТАЛЬНОГО АНАЛИЗА И ИХ ПРЕДСТАВЛЕНИЕ

При представлении итогового заключения по результатам проведенного анализа представитель инвестиционного банка по своему усмотрению, в зависимости от ограничений по срокам и просьбы клиента, может повторно полностью или частично осветить позиции, которые уже рассматривались в ходе предварительной презентации.

- Представьте данные по итоговой оценке стоимости бизнеса и его элементов, произведенной до совершения сделки (включая стоимость патентов, фирменной продукции, торговых марок и т.д.), а также схему оплаты продавцу (наличными, наличными и векселями, акциями и т.д.).
- Проанализируйте окончательную структуру сделки и последствия с точки зрения налогообложения; если требуется, представьте заключение налоговых органов; проверьте готовность всех документов, необходимых для завершения сделки и определите дату окончательного анализа документов и заключения сделки.
- Завершите анализ всех управленческих и организационных аспектов сделки.
- Представьте перспективы отрасли в отношении приобретаемой компании.
- Опишите базовый механизм функционирования бизнеса, а также сообщите предполагаемый объем средств, необходимых для его модернизации.
- Представьте окончательный прогноз объема продаж, прибыли до уплаты налогов, требуемого объема капитала и чистых собственных средств компании на ближайший пятилетний период, а также детали базовых допущений, принятых при составлении прогнозов, как для случая отказа от совершения сделки, так и для случая реализации сделки по приобретению бизнеса. Объясните разницу между показателями обоих прогнозов; для наглядности представьте их в графическом виде.
- Подготовьте итоговый линейный график анализа безубыточности, отразив в нем ожидаемую среднемесячную прибыль в сопоставлении с величиной среднемесячных постоянных издержек и общей суммой издержек; обсудите способы снижения доли постоянных издержек в общей сумме издержек в будущем.
- Представьте окончательный анализ относительной значимости всех основных рассмотренных и проанализированных факторов сделки (см. раздел «Общий анализ»), представив четкую рекомендацию «продолжать» или «прекратить» действия по ее заключению.

Заключение

Итак, предположим, что анализ сделки инвестиционным банком завершен, сделка по приобретению бизнеса или предложение ценных бумаг одобрены, и соответствующие документы сторонами подписаны. Теперь банк должен выработать стратегию работы после совершения сделки и осуществить запланированные действия. Это принципиально иной этап работы, который, хотя и не является предметом данной главы, тем не менее, имеет исключительно большое значение для успешного развития приобретенного бизнеса. В случае приобретения бизнеса или размещения ценных бумаг, равно как и во многих других аспектах бизнеса, для сохранения лидирующей позиции следует тщательно обдумывать свои действия и применять новаторский подход. Вероятно, лучше всего эта мысль была сформулирована Уиллом Роджерсом, который сказал: «Даже если Вы находитесь на правильном пути, стойте на месте — иначе Вас переедет следующий поезд».

Вопросы оценки с правовой точки зрения

УИЛЬЯМ Х. ДАНН (WILLIAM H. DUNN)
СТИВЕН СТРЭНД (STEPHEN STRAND)

Существуют ситуации, в которых определение стоимости бизнеса играет важную роль при решении правовых вопросов. Как и в других ситуациях, требующих проведения оценки, стоимость бизнеса обычно определяется экспертами. Некоторые из рассматриваемых в данной главе случаев связаны с правом государства на принудительное отчуждение частной собственности (eminent domain), расторжением брака, имущественным планированием, заключением договоров о выкупе доли между совладельцами бизнеса, а также заключением договоров купли-продажи между покупателем и продавцом.

Судебное разбирательство

Хотя вопросы оценки могут, и, надеемся, будут решаться без судебного разбирательства, никогда не следует исключать такую возможность. Стороны должны быть готовы к тому, что обращение в суд окажется единственным выходом из положения. Судебное разбирательство проходит в условиях, когда две или более стороны противостоят друг другу, оспаривая какой-либо вопрос. Что касается стоимости бизнеса, то, как правило, одна сторона утверждает, что его стоимость завышена, а другая — что она занижена. Если бы стороны могли прийти к соглашению о стоимости, то не было бы необходимости в проведении судебного разбирательства по данному вопросу.

В случае любого судебного разбирательства необходимо иметь представление о судебном процессе. Оспариваемые фактические вопросы разрешаются путем слушания дела при участии лиц, решающих вопрос факта — судьи или присяжных. В целом суд присяжных отличается недостатком аналитического подхода, является более пристрастным и менее знающим, нежели судья. Соответственно различается и подход к представлению дела.

К случаю судебного разбирательства по вопросам оценки применимы те же основные методы оценки, которые подробно описываются в данном ру-

ководстве. Законы и судебные решения, имеющие отношение к оценке, редко предполагают обязательное использование конкретных методов. В целом, принимается любое свидетельство, предлагающее некую рациональную идею по установлению стоимости.

Эксперт

Вопрос стоимости бизнеса решается на основе экспертного заключения, хотя мнение владельца бизнеса обычно также принимается в качестве свидетельства. После того, как свидетель в ходе судебного разбирательства будет признан экспертом по данному делу, такой свидетель получает право давать свидетельские показания по поводу своего заключения о стоимости бизнеса, подкрепляя их фактами, которые, по его мнению, могут способствовать обоснованию его точки зрения. В случае судебного разбирательства процесс установления цены почти всегда предстает в виде поединка экспертов. Если эксперты используют различные подходы к установлению цены, лицо, решающее вопрос факта, как правило, принимает тот подход, который представляется ему более веским и правомерным, отвергая подход, предлагаемый другой стороной. Если подходы и предположения экспертов окажутся идентичными, лицо, решающее вопрос факта, скорее примет решение по вопросу оценки стоимости.

Свидетели-эксперты, как правило, являются профессиональными оценщиками или бухгалтерами. Бухгалтеры сильны в количественном анализе, но могут проявить меньшую гибкость и ориентированность на рыночные условия, чем профессиональные оценщики. Адвокату, ведущему дело, необходимо определить, какого рода опыт является наиболее важным для оценщика, который будет привлечен им в данном конкретном случае.

Несмотря на то, что эксперт является независимым свидетелем и, теоретически, на его мнение не оказывает влияния сторона, пригласившая его в качестве свидетеля, наивно полагать, что от него не ожидают поддержки той позиции по вопросу стоимости, которую занимает приглашающая сторона. Если эксперт не поддерживает эту позицию, ему следует отказаться от дела.

Основные рекомендации по обеспечению действенности свидетельских показаний применимы и к показаниям экспертов по оценке. Свидетель должен вызывать расположение, иметь приятные манеры, четко и лаконично выражать свои мысли, давать ясные свидетельские показания, быть хорошо подготовленным и готовым отвечать на любые вопросы, которые могут быть ему заданы, а также иметь представление о том, с какой целью его подвергают перекрестному допросу. Он должен обладать способностью убеждать и не должен бояться нововведений. Необходимо быть знающим специалистом и относиться без предубеждения к различным подходам к определению стоимости. Особенно важно, чтобы свидетель внушал доверие лицу, решающему вопрос факта. Это свойство определяется как самой речью, так и мане-

рой вести себя и использованием «языка жестов». Чувство юмора, продемонстрированное в нужный момент, может завоевать поддержку лица, решающего вопрос факта, и особенно присяжных.

Эксперт должен выполнить подготовительную работу и провести тщательное, внимательное и полное расследование. Ему необходимо установить все имеющие отношение к делу факты и заранее предвидеть все возражения против его интерпретации дела и предлагаемого анализа фактов. Он должен суметь сохранять выдержку в ходе интенсивного перекрестного допроса, когда адвокат противной стороны стремится опровергнуть данные, приводимые экспертом, и дискредитировать предлагаемые обоснования и выводы. Вследствие этого глубокое знание фактов и теории оценки имеет для эксперта очень большое значение.

Как уже было подробно изложено в различных разделах данного руководства, существует несколько правомерных подходов к определению стоимости бизнеса. Оценщик должен в первую очередь полагаться на подход, представляющийся ему наиболее правильным с теоретической точки зрения и соответствующий его позиции. Но он должен быть готов прокомментировать другие подходы к оценке и продемонстрировать, каким образом они подкрепляют его позицию, либо почему они неприменимы к его выводам.

Свидетель-эксперт в целом имеет преимущество перед адвокатом, проводящим перекрестный допрос, поскольку (мы надеемся!) эксперт знает больше о предмете разбирательства, чем адвокат. Однако эксперт не должен недооценивать интеллект или аналитические способности лица, проводящего перекрестный допрос. Эксперт должен твердо придерживаться своих окончательных выводов, равно как и важных фактов, поддерживающих его позицию, и рассуждений, лежащих в основе его выводов. Опытный адвокат, ведущий перекрестный допрос, зачастую пытается вложить свои слова в уста свидетеля-эксперта, который должен быть в состоянии успешно противостоять такой попытке.

Эксперт должен быть непредубежденным и готовым к нововведениям в своем подходе к проблеме оценки. Он должен работать в тесном контакте с адвокатом своей стороны. Эксперт может быть очень полезен при ознакомлении со свидетельскими показаниями экспертов и с отчетами об оценке, представленными противной стороной. Он также может подготовить адвоката своей стороны в отношении фактов, на которые следует обратить внимание, с дальнейшим проведением надлежащего анализа. Ведение дела требует объединения усилий адвоката, эксперта и клиента. Эксперт должен учитывать, что хотя адвокат может и не иметь аналогичного опыта в оценке бизнеса, но он имеет прекрасную подготовку в области рационального анализа. Опытный адвокат, ведущий судебные дела, хорошо знает «правила игры», особенно если дело слушается в суде, расположенном на «его» территории.

Принудительное отчуждение

Многие государственные органы и учреждения имеют конституционное право отчуждения частной собственности, заключающееся в праве реквизиции или принудительного отчуждения объектов частной собственности в пользу собственности государства. При рассмотрении дела о принудительном отчуждении владелец бизнеса настаивает на высокой оценке бизнеса, а оценивающее отчуждение учреждение — на низкой. Единый свод законов о принудительном отчуждении, принятый рядом штатов, гласит, что стоимость «неосязаемых активов» («гудвилл»), утраченная в результате принудительного отчуждения, подлежит взысканию в судебном порядке, но только в той мере, в которой таковая утрата не могла быть предотвращена посредством перемещения бизнеса или других мер, предпринятых владельцем для уменьшения или смягчения такого ущерба.

При определении ущерба, нанесенного утратой «гудвилл», оценщики руководствуются общими нормами доказательственного права. Наиболее распространенным подходом к оценке «гудвилл» является Метод избыточных доходов (Excess Earnings Method). Этот метод может быть использован для определения и сопоставления стоимости «гудвилл» до и после принудительного отчуждения и возможного перемещения бизнеса.

Стоимость оборудования обычно определяется, исходя из свидетельских показаний эксперта в области оценки, знакомого с рынком соответствующего оборудования. Если в производстве используется большое количество оборудования, то при заданном уровне прибыли чем выше окажется оценочная стоимость оборудования, тем ниже избыточные доходы и, соответственно, ниже оценка «гудвилл» до отчуждения. В случае перемещения бизнеса владелец стремится подтвердить более низкую стоимость оборудования, чтобы увеличить теряемую в результате переезда величину «гудвилл».

Если текущие расходы на новом месте, например аренда помещений, выше, чем на старом, то соответственно избыточные доходы будут ниже, а стоимость «гудвилл» меньше, т.е. потеря «гудвилл» будет больше, и в результате отчуждения владелец может рассчитывать на более значительные компенсационные выплаты. Следовательно, он будет стремиться показать более высокие расходы на новом месте расположения компании.

Часто в случае принудительного отчуждения никакого предварительного предложения в отношении «гудвилл» не делается. Задачей адвоката владельца бизнеса является разработка подхода, который убедит лицо, решающее вопрос факта, в том, что «гудвилл» существует. Оценщик должен активно работать в тесном взаимодействии с владельцем компании, чтобы понять структуру бизнеса — особенно вопросы образования прибыли и издержек. Владелец должен смягчить ущерб, нанесенный отчуждением. Если перемещение бизнеса позволяет частично или полностью сохранить «гудвилл», то будет рассматриваться, как если бы компания переезжала на новое место, а не прекращала свою деятельность. Может оказаться так, что непо...

ственно на новом месте деятельности отсутствует подходящее альтернативное помещение. Вообще, чем больше расстояние, на которое перемещается бизнес, тем больше оказываются потери от утери контактов с постоянными клиентами, имевшимися на старом месте. Оценщик должен проанализировать этот фактор и, в тесном взаимодействии с владельцем бизнеса, разработать фактическое обоснование заявленного размера ущерба.

Если представляется невозможным переместить бизнес в связи с отсутствием подходящих для этого помещений, или если стоимость перемещения оборудования выше его собственной стоимости, владелец бизнеса предпочтет предоставить обоснование высокой стоимости оборудования, поскольку эта сумма будет ему компенсирована.

Расторжение брака

Если супруги являются совладельцами бизнеса, то одним из оснований для конфликта, связанного с расторжением супружеских отношений, будет определение стоимости данного бизнеса. В случае такого разбирательства стороны редко демонстрируют разумный подход и часто возникает необходимость в получении судебного решения относительно оценки. Наиболее распространена ситуация, когда муж, занимавшийся планированием и развитием бизнеса на протяжении долгих лет тяжелого труда, считает его исключительно своей собственностью. Согласно закону жена имеет право на долю компании, созданной после заключения брака, даже если она не участвовала в ее деятельности.

ПРИМЕЧАНИЕ

Предыдущие замечания касательно судебного разбирательства и роли экспертов применимы и к случаям расторжения супружеских отношений.

Имущественное планирование

Существует ряд ситуаций, в которых стоимость бизнеса имеет решающее значение при определении суммы налога на дарение и наследование имущества. Дарение доли в компании в случаях, для которых не предусмотрены налоговые льготы и освобождение от налогов, подпадает под действие законодательных положений об уплате налога на дарение. Если отсутствуют соответствующие льготы и исключения, то в случае смерти владельца бизнеса должна быть установлена стоимость его доли и уплачен налог на передачу имущества по наследству.

Имущественное планирование со стороны владельцев бизнеса часто преследует цель передачи права собственности на долю в компании следую-

щему поколению при жизни владельца с тем, чтобы исключить ее из имущества, передаваемого по наследству после его смерти. С целью дать владельцу возможность передать значительную долю бизнеса при жизни, и в то же время сохранить контроль над компанией, были разработаны различные виды «замораживания» имущества. Нередко владелец хочет передать ту долю бизнеса, стоимость которой в соответствии с его предположениями будет возрастать, и сохранить за собой долю с фиксированной или снижающейся стоимостью. Налоговое управление и Конгресс США, будучи серьезно обеспокоены подобными попытками, установили различные законодательные процедуры контроля. Последние по времени меры в этой области отражены в Налоговом законодательстве (разделы с 2701 по 2704), вступившем в силу в октябре 1990 г. В каждом случае «замораживания» имущества требуется оценка бизнеса как до, так и после его передачи.

Полезным инструментом при планировании налога на наследование, а также подоходного налога, является разработка закрытыми корпорациями «Планов включения сотрудников в число акционеров компании» (ESOP), суть которых заключается в том, что сотрудники приобретают акции владельца на основе сделок с отсрочкой уплаты налога для компании. Для получения согласия Налогового управления на данную операцию доля в бизнесе подлежит оценке и продаже по обоснованной рыночной стоимости. Впоследствии потребуется проведение ежегодной переоценки такой доли.

При оценке доли в бизнесе с точки зрения налогообложения большое значение приобретают различные виды скидок со стоимости. Если доля в бизнесе имеет ограниченный рынок или не может быть продана, ее стоимость должна быть уменьшена вследствие непригодности к продаже. Если доля в бизнесе (например, доля партнера с ограниченной ответственностью) меньше контрольного пакета акций, следует применить скидку, учитывающую отсутствие или незначительный объем прав, относящихся к контролю деятельности компании. Скидка со стоимости доли в бизнесе также применяется, если доля является дробной (частью доли в компании, совместно принадлежащей нескольким лицам) и таким образом не может быть реализована самостоятельно без участия прочих владельцев. Налогоплательщик почти всегда заинтересован в установлении более низкой стоимости, и по этому выбранный им оценщик должен настаивать на большей скидке с учетом указанных факторов.

Договор купли-продажи

Среди владельцев компаний закрытого типа с формой организации в виде корпорации, общества с ограниченной ответственностью или партнерства, часто используется заключение договора купли-продажи. Основным положением таких договоров является соглашение о проведении оценки доли в бизнесе с целью ее передачи от одного владельца другому в случае смерти,

признания ее прежнего владельца недееспособным или в иных непредвиденных обстоятельствах. В таких договорах может быть оговорено использование различных формул и эмпирических методов расчета, но зачастую в качестве механизма определения стоимости предусматривается проведение оценки. В договоре могут содержаться или отсутствовать указания и основные ограничения для оценщика при проведении оценки. Как и во всех приведенных выше ситуациях, этот процесс по сути является конфликтным — приобретающая сторона хотела бы снизить стоимость бизнеса, а продавец хотел бы ее повысить.

Продажа бизнеса

Добровольная продажа бизнеса является классическим примером ситуации, в которой оценка бизнеса может быть чрезвычайно полезна или даже необходима. В случае поступления предложения на покупку от другой компании или в случае предполагаемой реорганизации по закону может потребоваться получение независимого заключения о справедливости оценки. Директорам или любым акционерам, владеющим контрольным пакетом, рекомендуется получить такое заключение в любом случае, дабы защитить себя от претензий со стороны мелких акционеров. Любое заключение о справедливости оценки включает и оценку бизнеса.

Выводы

Если стоимость бизнеса является предметом ведущегося на настоящий момент или потенциального судебного разбирательства, важно иметь представление о том, как организован юридический процесс. Лицо, решающее вопрос факта, в большинстве случаев примет доказательство стоимости, отстаиваемое наиболее умелым, знающим и обладающим мастерством убеждения экспертом. Следовательно, свидетельские показания эксперта в отношении оценки имеют решающее значение для исхода процесса.

Оценка с точки зрения ссудодателя

ПИТЕР В. АНАНИЯ (PETER V. ANANIA)

Точка зрения ссудодателей на оценку бизнеса со времени публикации первого издания мало в чем изменилась. В настоящий момент коммерческие кредитные учреждения пришли к пониманию того факта, что при предоставлении займов небольшим компаниям-производителям (а не просто выдаче ссуд под залог недвижимости или оборудования) ключевым вопросом является обеспечение кредита за счет денежного потока компании. Они стали придавать меньшее значение, чем раньше, вопросам предоставления клиентам залога, в то же время обращая большее внимание на величину денежного потока и его распределение по различным уровням структуры капитала (направление его на погашение задолженности по банковской ссуде, субординированным (мезонинным) кредитам, задолженности акционерам, или на увеличение акционерного капитала). Какое практическое влияние оказывает такая точка зрения на взаимоотношения ссудодателей с клиентами, планирующими приобретение небольшого бизнеса, и со специалистами, производящими его оценку? Банки стали предъявлять более жесткие требования к показателю отношения суммы займа к стоимости бизнеса (нормы кредита), что позволяет им в меньшей степени полагаться на залог в качестве обеспечения своих кредитов.

Большинство банков в настоящее время также имеют источники т.н. мезонинных, или субординированных кредитов, которыми могут воспользоваться покупатели для приобретения небольших действующих компаний. Субординированные ссудодатели имеют свою, в значительной степени отличную от других ссудодателей, позицию в отношении оценки бизнеса, придавая оценке денежного потока и прогнозу его объема на будущее еще большее значение. Они задают вопрос: «Какова будет стоимость данного бизнеса через пять или десять лет?».

Ссудодатели смотрят на оценку бизнеса другими глазами. Как точнее охарактеризовать их взгляд на вещи? Как осторожный? Определенно. Исодоверчивый? Вполне возможно. Испытывают ли они желание рискнуть? В большинстве случаев, да. В современных условиях на рынке купли и продажи бизнеса существует множество источников получения кредита, которыми может воспользоваться покупатель.

Источники получения кредита

Самое заметное место в ряду ссудодателей, предоставляющих займы для приобретения бизнеса, занимают коммерческие кредитные учреждения — как правило, банки. В большинстве случаев банки выступают в качестве кредиторов, обладающих «старшинством» в плане обеспечения ссуд, что означает, что они являются кредиторами первой очереди и имеют преимущественное право требования в отношении всех активов компании, а иногда и личного имущества покупателя. В случае невыполнения обязательств по займу банк обязан принять меры для уменьшения или смягчения последствий потенциальных убытков. Однако вполне очевидно, что кредиторы первой очереди в случае невыполнения ссудополучателем своих обязательств фактически полностью контролируют ситуацию, и по сути одним мановением руки могут дать распоряжение о возбуждении дела против должников с требованием возврата ссуды и принятия ликвидационных мер в отношении их активов.

Другим важным источником получения ссуды при покупке бизнеса являются сами продавцы. В качестве бывшего владельца компании продавец как никто другой знает ее сильные и слабые стороны. Он может пойти на определенные уступки при согласовании цены компании, а также предоставить покупателю кредит по оплате разницы между суммой кредита, предоставляемой банками, и средствами, имеющимися в распоряжении покупателя. В большинстве случаев продавец в таких ситуациях имеет «младший статус», т.е. он получает право на распоряжение активами должника и, после их ликвидации, оплаты своих требований на основе предъявленных им векселей только после удовлетворения требований кредиторов первой очереди. Однако его менее выгодное положение компенсируется знанием своего предприятия «изнутри» и, как правило, уверенностью в его успешном функционировании в будущем. Для продавцов, предоставляющих ссуды в таких случаях, предусмотрены также определенные налоговые льготы, но в рамках этой главы мы не будем останавливаться на этом вопросе.

Еще одной категорией компаний, достаточно активно работающих на рынке кредитов, предоставляемых покупателям бизнеса, являются лизинговые фирмы. Лизинговые компании, как правило, обеспечивают более высокий коэффициент отношения суммы ссуды к стоимости бизнеса (это означает, что сумма предоставляемого ими кредита, рассчитываемого как процент от стоимости активов, больше). Лизинговые компании обычно идут на более высокую степень риска по сравнению с другими, более традиционными, кредиторами. В нескольких словах, лизинговые компании в состоянии оказывать подобные услуги на таких условиях, поскольку: (1) они фактически «владеют» оборудованием и в связи с этим пользуются преимуществами, связанными с возможностью списания расходов на амортизацию, которой пользуются владельцы; (2) в случае возврата оборудования им будет не сложно его перепродать, поскольку они активно работают на этом рынке, и

(3) они являются кредиторами первой очереди и имеют право «старшинства» в удовлетворении требований в отношении имущества, сдаваемого ими в аренду. С точки зрения заемщика аренда оборудования имеет некоторые недостатки: (1) поскольку заемщик в этом случае не обладает правом собственности на оборудование, он не имеет возможности воспользоваться налоговыми преимуществами, связанными с начислением амортизации (хотя в большинстве случаев лизинговые платежи учитываются как расходы, ведущие к уменьшению налогооблагаемой базы); (2) ставка лизинговых платежей может быть выше, чем ставка ссудного процента, предлагаемая традиционными банками и (3) как правило, для аренды предлагаются только некоторые виды имущества — т.н. «жесткие товары» (машины, оборудование, подвижной состав, автомобили и т.д.). Тем не менее, лизинг в целом можно рассматривать как важный источник получения кредита при покупке бизнеса, который стоит иметь в виду каждому потенциальному покупателю.

Другим источником получения средств, необходимых для покупки бизнеса, может являться инвестиционное финансирование, предоставление субординированных займов, а также кредитование со стороны товариществ с ограниченной ответственностью. Однако ссудодатели этой категории, как правило, работают на рынке крупных сделок по купле-продаже компаний, поскольку они нацелены на получение большой прибыли на свои ограниченные инвестиции. Такой уровень отдачи от капиталовложений может быть обеспечен или при вложении средств в очень успешный бизнес с большим объемом денежного потока, или же если инвесторы могут себе позволить отложить получение прибыли до тех пор, пока компания не будет иметь возможности реализовать столь выгодные для нее капиталовложения за счет выпуска своих акций на рынок. Ссудодатели этой категории известны под названием «*equity players*» (игроки на марже), которые, как правило, осуществляют финансирование при условии получения ими доли в компании.

Существуют еще одна важная категория ссудодателей, предоставляющих средства для покупки бизнеса — федеральные учреждения и агентства отдельных штатов. В этой области наиболее широко известны федеральные программы, реализуемые Администрацией малого бизнеса (Small Business Administration — SBA), предоставляющей прямые займы или субсидирующей компании совместно с банковскими учреждениями. Аналогичные программы осуществляются и в отдельных штатах. Так, например, в штате Мэн был успешно реализован целый ряд таких программ как на местном уровне, так и в масштабах всего штата. Среди них наиболее широко известен проект, осуществляемый при содействии Финансового управления штата Мэн (Finance Authority of Maine — FAME). FAME оказывает поддержку займам, предоставляемых кредитными учреждениями компаниям закрытого типа, путем страхования таких ссуд, взимая за это с заемщиков небольшую плату. Целью большинства программ, реализуемых на местном уровне и в масштабе отдельного штата, является содействие развитию местных компаний, а

также обеспечение определенных гарантий занятости для населения штата.

В ходе последующего рассмотрения материала основное внимание будет уделено коммерческим кредитным учреждениям. Кредитование сделок за счет продавца, как правило, является частью переговоров при покупке бизнеса, и поэтому условия такого финансирования являются достаточно индивидуальными. Данный вид кредитования больше распространен на рынке купли и продажи компаний закрытого типа, где он служит своего рода гарантией и формой защиты для покупателей, обеспечиваемой за счет привлечения бывшего владельца к участию в сделке. Что касается лизинговых компаний, то они больше заинтересованы в сдаче оборудования в аренду и в получении личных гарантий со стороны арендатора (в качестве которого, как правило, выступает покупатель компании), чем в оценке общей стоимости показателей работы данной фирмы. Таким образом, единственной альтернативой остаются коммерческие ссудодатели, которые и будут в дальнейшем находиться в центре нашего внимания.

Оценка и финансовая информация

Ссудодателей, как правило, больше заботит не стоимость бизнеса, а вопрос его функционирования с точки зрения обеспечения погашения займа. Тем не менее, необходимо отметить, что ссудодатели все же интересуются вопросами оценки компаний, хотя они зачастую рассматривают их совсем с иной точки зрения, чем другие участники сделки. Поскольку политика большинства банков отличается консерватизмом, что является их неотъемлемой чертой, в качестве самых важных показателей работы компании они рассматривают ее финансовые показатели за прошлые периоды времени. Банки с предубеждением относятся к прогнозам, не особенно принимая в расчет потенциальные показатели, хотя, что касается закрытых компаний, они по большей части признают, что картина финансового состояния, которую они видят перед своими глазами, совсем не обязательно отражает действительное положение вещей.

Большинство закрытых компаний пытаются по мере возможности свести к минимуму размер налогов, и поэтому их финансовые отчеты наводнены хитросплетениями из вполне легальных, но явно завышенных льгот, пособий и выплат самого различного характера. Значительная часть ссудодателей считает допустимым «нормирование» доходов компании (корректировку финансовой отчетности с учетом расходов и выплат, относящихся к владельцу), если соответствующие действия подкреплены доказательной базой. Обычно при корректировке учитываются заработок и льготы владельца, начисленные издержки, не связанные с оплатой наличными средствами (т.е. износ и амортизация), а также затраты на оценку товарно-материальных запасов, завышенные командировочные и представительские расходы, выплаты по процентам на займы (поскольку новая компания может иметь другую

структуру долговых обязательств), а также другие разовые расходы и издержки, относящиеся к владельцу, которые не будут присутствовать в компании, когда она перейдет к новому владельцу. Ознакомившись с данными, приведенными в Таблице 7.1, Вы увидите, что в этом примере при относительно скромной величине дохода компании до уплаты налогов (\$80,000) реальный объем денежного потока в ней значительно выше (\$250,000).

Кроме того, реальность такова, что балансы, в силу действующих в настоящее время стандартов ведения бухгалтерского учета, скорее отражают первоначальную стоимость активов компаний за вычетом величины износа (балансовую стоимость), чем их рыночную стоимость. Балансовая стоимость представляет собой некий бухгалтерский феномен, не имеющий никакого отношения к реальной стоимости активов или кредитоспособности компании. Что касается раздела пассивов в балансе, в который включаются сведения о задолженности банкам и о других видах задолженности, то в данный раздел, для получения общей картины пассивов новой компании, также необходимо внести корректировку.

Таким образом, с точки зрения ссудодателя, в расчет принимается следующая финансовая информация:

1. Нормализованные отчеты о доходах за прошлые периоды
2. Скорректированный баланс
3. Отчет о движении денежного потока (Cash flow statement)
4. Другие финансовые данные, имеющие отношение к рассматриваемому вопросу (такие как прогнозы, содержащиеся в бизнес-планах, информация, указываемая в финансовых документах в виде сносок, данные о дополнительных источниках капитала и т.д.)

Нормализованный отчет о доходах за прошлые периоды

Как показано в Таблице 7.1, процесс нормализации доходов представляет собой попытку отделить все расходы компании, которые новый владелец не будет нести на постоянной основе. В работе со ссудодателями самым важным моментом является правильная подача и четкое обоснование корректировки, производимой с целью нормализации доходов (в т.ч. корректировку заработной платы на основе формы W2, необходимые пояснения по корректировке величины командировочных расходов и т.д.). Для такой работы потребуются отчеты как минимум за последние 3 года, а может быть, и за 5 лет. Если имеются какие-либо основания считать, что финансовые отчеты за предыдущий год не отражают должным образом текущие операции, необходимо четко сформулировать причины. Например, в компании могли произойти некоторые изменения — в частности, снятие с производства той или иной продукции, сокращение штата работников, изменение ставки арендных или лизинговых платежей, добавление нового вида деятельности или заключение новых контрактов и т.д.

Скорректированный баланс

Одним из самых важных показателей с точки зрения возможности предоставления ссуды является рыночная стоимость активов компании. Естественно, Вы сами при всем старании не сможете произвести их точную оценку; для этого необходимо воспользоваться услугами независимого аттестованного оценщика, который сможет оценить стоимость недвижимости и другого имущества (машин, оборудования, автотранспортных средств и т.д.). Данный вид работ выполняется многими квалифицированными профессионалами в данной области, но их услуги могут быть достаточно дорогими. Важно назначить оценщика, чье заключение будет принято большинством ссудодателей. Вам вряд ли захочется платить за дополнительную оценку. Что касается материальных активов, зачастую оценка указанного выше имущества может быть произведена оценщиком «на месте» на основе представленных Вами детальных данных и сведений, таких как примерная дата производства, номер модели, дополнительные характеристики, общее состояние и т.д. В дополнение к материальным активам данной категории компании также имеют текущие активы (оборотные фонды), такие как дебиторская задолженность и товарно-материальные запасы, которые также подлежат оценке и включению в список активов, подлежащих продаже покупателю. С точки зрения ссудодателя важно представить данные о дебиторской задолженности с разбивкой по ее срокам (за несколько отчетных периодов), а также данные об имеющихся в наличии товарно-материальных запасах. В примере, приведенном в Таблице 7.2, общая стоимость активов в размере \$851,410 (рассчитанная на основе стоимости их приобретения) в результате пересчета на базе обоснованной рыночной стоимости составила \$1,010,213.

Отчет о движении денежного потока

Составление отчета о движении денежного потока является важным этапом этой работы, поскольку в нем отражаются детальные данные по источникам финансирования и использованию денежных фондов, а также содержатся прогнозируемые данные по величине денежного потока, который компания будет иметь в распоряжении для обслуживания долга. Для этого, как правило, необходимо получить месячные отчеты как минимум за один год; кроме того, необходимы годовые отчеты за предшествующие периоды.

Другие финансовые данные

Помимо этого необходимо получить всю другую информацию, которая, по Вашему мнению, может потребоваться для ссудодателя. Задайте себе такой вопрос: «Какие сведения были бы мне необходимы, если бы ко мне обратились за предоставлением подобной ссуды?».

Критерии оценки заявки на предоставление кредита

При рассмотрении заявок за получение кредита ссудодатели используют различные критерии их оценки. Тем не менее, можно назвать некоторые параметры, которые, как правило, учитываются всеми кредиторами:

- *Стоимость залога.* Большинство ссудодателей интересуется вопросом обеспечения кредита, в основном для оценки степени риска при негативном развитии событий. В качестве кредиторов, имеющих «старшинство» в части обеспечения кредитов, они задают себе такой вопрос: «Какова будет сумма выручки, если мне придется продавать активы на открытом рынке?».
- *Платежеспособность.* В состоянии ли компания погасить задолженность? Имеется ли у компании достаточный резерв, который позволит смягчить удары, когда ей придется преодолевать неизбежные ухабы на пути? Ссудодатели не хотят оказаться в положении кредитора, предоставившего компании неподъемный кредит, в результате которого она может увязнуть в долгах. Для них это особенно важно, учитывая практику в этой области, существовавшую в бурных 1980-х. С другой стороны, большинство компаний нуждается в капитале для развития и налаживания успешной деятельности, в связи с чем им приходится рассматривать вопрос получения дополнительных средств.
- *Риск, связанный с управлением компанией.* Ссудодатели, обладающие опытом работы в данной сфере, скорее всего, попытаются оценить способность руководства успешно справляться с управлением компанией как в хорошие, так и в трудные времена. При оценке данного риска основное внимание уделяется работе главы компании (которым зачастую является сам покупатель), а также другим руководителям и функционированию управленческой организации в целом. При этом большое значение придается наличию или отсутствию соответствующего опыта у покупателя. Ссудодателей больше устроит, если другим руководителям, занимающим ключевые посты, будет предложено остаться в компании после ее перехода к новому владельцу. Им также хотелось бы убедиться, что заемщик уделил достаточно времени проработке потенциальных проблем, изучению возможностей компании, а также составил хорошо продуманный план действий.
- *Будущие перспективы компании и отрасли.* Вопрос заключается в том, не существует ли угрозы появления какой-либо новой технологии, законодательного акта, постановления и т.д., которые могут иметь негативные последствия для данного бизнеса. Покупателю необходимо выявить потенциально слабые места в работе данной компании и определить, как их можно компенсировать за счет использования сильных сторон или потенциальных возможностей.

Таблица 7.1. Нормированные отчеты о доходах за прошлые периоды (тыс. долл. США)

(в тысячах)	На конец 1998 г.		На конец 1997 г.		На конец 1996 г.		Среднеотраслевые показатели (%)
	\$	%	\$	%	\$	%	
Объем реализации	2 810	100,0	2 685	100,0	2 592	100,0	100,0
Себестоимость реализованной продукции							
Детали и запчасти	1 180	42,0	1 155	43,0	1 199	46,3	
Смазочные и другие материалы	67	2,4	58	2,2	72	2,8	
Заработная плата	599	21,3	587	21,9	502	19,4	
Оплата внештатной рабочей силы	15	0,5	11	0,4	6	0,2	
Себестоимость реализованной продукции	1 861	66,2	1 811	67,4	1 779	68,6	62,2
Валовая прибыль	949	33,8	874	32,6	813	31,4	31,8
Эксплуатационные расходы							
Премии сотрудникам	60	2,1	53	2,0	23	0,9	
Заработная плата руководства	75	2,7	70	2,6	55	2,1	
Заработная плата сотрудников офиса	57	2,0	45	1,7	47	1,8	
Заработная плата и комиссии сотрудников отдела сбыта	41	1,5	57	2,1	53	2,0	
Реклама	26	0,9	34	1,3	26	1,0	
Расходы на содержание автомобилей	13	0,5	19	0,7	12	0,5	
Офисные расходы	8	0,3	9	0,3	10	0,4	
Почтовые расходы	7	0,2	6	0,2	6	0,2	
Завышенные расходы и др. (Laundry)	9	0,3	11	0,4	12	0,5	
Смазочные масла и мастерские	38	1,4	33	1,2	27	1,0	
Коммандировочные расходы	24	0,8	37	1,4	38	1,5	
Благотворительные взносы	4	0,1	3	0,1	3	0,1	
Гонорары за оказание профессиональных услуг	7	0,2	8	0,3	8	0,3	
Расходы на телефонную связь	64	2,3	70	2,6	70	2,7	
Оплата коммунальных услуг	28	1,0	27	1,0	28	1,1	

Аренда помещений	156	5,6	149	5,5	139	0,4	
Амортизация	34	1,2	43	1,6	48	1,9	
Налоги	73	2,6	71	2,6	62	2,4	
Страхование	108	3,8	80	3,0	75	2,9	
Безнадёжные долги	19	0,7	11	0,4	2	0,1	
Расходы на ремонт и техническое обслуживание	22	0,8	16	0,6	13	0,5	
Прочие расходы	16	0,5	14	0,5	15	0,6	
Общая сумма эксплуатационных расходов	888	31,6	866	32,3	772	29,8	29,0
Другие виды дохода	19	0,7	14	0,5	9	0,3	-0,7
Доход до уплаты налогов	80	2,8	22	0,8	50	1,9	2,2
Корректировка:							
Зарботная плата и льготы руководящим сотрудникам ¹	97		70		56		
Амортизация ²	34		43		48		
Генеральный директор - Пенсия ³	55		50		40		
Генеральный директор - Корректировка размера пенсии ⁴	-35		-35		-35		
Начальник производства ⁵	-42		-38		28		
Отчисления из фонда з/пл на сбережения - реструктуризации ⁶	52		52		52		
Зарботная плата нового владельца ⁷	-75		-75		-75		
Денежный поток до уплаты налогов (нормированные доходы)	250		240		238		

¹ Не относится к владельцу: размер заработной платы и льгот владельца и члена его семьи является обоснованным

² Начисления (расходы, не подлежащие оплате владельцем): относится к производственной деятельности без завышения начисленной амортизации оборудования

³ Размер пенсии генерального директора; заменен на \$35 тыс. долл. в год.

⁴ Размер пенсии генерального директора; заменен на \$35 тыс. долл. в год.

⁵ Сотрудник уволился; вакансия не заполнена

⁶ Введены отчисления из заработной платы на сбережения в размере около \$1 000 в неделю.

⁷ Подарен заработная плата нового владельца

Таблица 7.2. Скорректированный баланс (долл. США с округлением до целого числа)

	На конец 1998 г.	Корректировка	Скорректированные остатки на счетах на конец 1998 г.
Наличные средства	\$44 601		\$44 601
Дебиторская задолженность	\$167 000	\$8 350 ¹	\$158 650
Товарно-материальные запасы	\$571 962	\$35 000 ²	\$606 962
Основные фонды - остаточная стоимость	\$67 847	\$132 153 ³	\$200 000
Общая сумма активов	\$851 410		\$1 010 213
Расходы текущего периода, оплачиваемые в следующем отчетном периоде	\$19 106		\$19 106
Срочные банковские векселя	\$149 034		\$149 034
Банковский кредит	\$75 000		\$75 000
Общая сумма обязательств	\$501 683		\$501 683
Чистая стоимость капитала за вычетом обязательств	\$349 727		\$508 530
Общая сумма обязательств и чистой стоимости капитала	\$851 410		\$1 010 213

¹ Доля безнадежных долгов в общей сумме дебиторской задолженности оценивается в 5%² Дополнительные товарно-материальные запасы, прежде не учитываемые на балансе³ Оценочная стоимость машин, оборудования и автотранспортных средств

Баланс по состоянию на начало отчетного периода (долл. США с округлением до целого числа)

Наличные средства и эквиваленты в наличности	\$75 000 ¹
Дебиторская задолженность	\$160 000
Товарно-материальные запасы	\$600 000
Основные фонды - остаточная стоимость	\$200 000
Общая сумма материальных активов	\$1 035 000
Соглашение о неучастии в конкуренции	\$300 000
Общая сумма активов	\$1 335 000
Кредиторская задолженность	\$250 000 ²
Задолженность по банковской ссуде	\$630 000 ³
Общая сумма пассивов	\$880 000
Вексель, выданный продавцу - субординированный	\$150 000 ⁴
Чистая стоимость капитала за вычетом обязательств	\$305 000
Общая сумма чистой стоимости капитала	\$455 000
Сумма долговых обязательств и чистой стоимости капитала	\$1 335 000

¹ Продавец вносит \$50,000 наличными, \$25,000 - легко реализуемые ценные бумаги² Переходит к покупателю³ Задолженность банку по ссуде, на которую выставлено требование о погашении⁴ Срок погашения - 5 лет, процентная ставка - "прайм-рейт" + 2%

Важно иметь в виду, что ссудодателя необходимо убедить в том, что кредит будет удачным вложением и что он, несомненно, окупится. При этом зачастую очень многое зависит от умения покупателя произвести благоприятное впечатление и преподнести сделку в выгодном свете. Подготовка является критическим моментом: Вам надо уметь показать себя и представителем дела в нужном свете.

Размер ссуды

Ссудодатели рассчитывают размер предоставляемой ссуды на основе различных коэффициентов, которые зависят от поданной заявки, активов компании, покупателя, отрасли и т.д., однако существуют и некоторые общие правила:

- *Дебиторская задолженность.* Обычно сумма ссуды составляет 50 до 80 процентов величины «приемлемой» дебиторской задолженности, т.е. задолженности со сроком погашения до 60 дней и (если речь идет о долгосрочных обязательствах) — задолженности, имеющей обеспечение в той или иной форме. Причиной столь широкого диапазона, в пределах которого варьируется данный показатель, заключается в том, что некоторые ссудодатели опасаются, что при неблагоприятном развитии событий возникшие трудности в первую очередь приведут к усугублению проблем с дебиторской задолженностью. Новому владельцу компании можно посоветовать принять меры для возврата всех сумм текущей и ликвидной задолженности, которые могут быть использованы для покрытия эксплуатационных расходов или увеличения денежного потока, устраняя тем самым почву для опасений ссудодателя. В то же время многие кредиторы наличие дебиторской задолженности как таковой особенно не беспокоит, но они будут контролировать ее размер на ежедневной, еженедельной или ежемесячной основе.
- *Товарно-материальные запасы.* Соотношение суммы ссуды к стоимости запасов сырья и готовой продукции может варьироваться от 40 до 70 процентов в зависимости от вида товаров и возможности их реализации. Продукцию незавершенного производства трудно использовать в целях получения кредитов, но иногда ссудодатели соглашаются предоставить кредит с ее учетом, однако при этом за основу берется более низкий показатель (от 20 до 50 процентов).
- *Машины, оборудование, транспортные средства и т.д.* Соотношение суммы ссуды к стоимости данной категории активов, установленной на основе оценки, составляет от 50 до 75 %. Лизинговые компании могут использовать более высокие показатели вплоть до 85, а иногда и до 100 процентов в зависимости от номенклатуры активов.

- *Ликвидационная стоимость.* Ликвидационная стоимость активов рассматривается ссудодателями как «нижний предел» стоимости, т.е. как самая низкая стоимость, которую могут иметь материальные активы. Покупатель или владелец компании рассматривают определение ликвидационной стоимости как требование суровой реальности, поскольку оценка на базе данного вида стоимости предполагает возможность возникновения ситуации вынужденной продажи бизнеса, в отличие от других методов оценки, в соответствии с которыми стоимость активов предполагает непрерывность процесса функционирования бизнеса. Однако ссудодатели рассматривают ликвидационную стоимость скорее как средство страхования от потерь в размере полной суммы выданной ссуды на случай невыполнения компанией своих обязательств по ее погашению. Оценка ликвидационной стоимости, как правило, производится профессиональными оценщиками.

Анализ показателей компании при предоставлении ссуды

При предоставлении ссуды и проведении оценки компании закрытого типа ссудодатели рассматривают несколько важных показателей, выраженных в виде коэффициентов. Как и в других случаях, различные ссудодатели используют различные критерии, придавая им различную степень важности. Ниже приводятся некоторые из таких наиболее важных показателей:

- *Отношение суммы задолженности к чистой стоимости капитала.* Данный коэффициент отражает соотношение собственного и заемного капитала компании. В сумму задолженности включается сумма коммерческих кредитов (т.е. кредиторская задолженность, начисленные, но не оплаченные расходы и т.д.), задолженность по банковским ссудам, задолженность по налоговым платежам и др. виды задолженности. При этом в сумму задолженности новой компании не могут быть включены векселя, выданные продавцу. Поскольку продавцы, предоставляющие кредит по оплате суммы сделки на приобретение компании, как правило, обладают более низким статусом по отношению к кредиторам первой очереди, то для целей расчета данного коэффициента такие векселя скорее представляют собой часть чистой стоимости капитала, чем задолженность. Кроме того, обязательства по оплате арендных платежей могут быть отнесены к разряду «операционной аренды» и, следовательно, «забалансового» финансирования, которое не должно учитываться при расчете данного коэффициента в обязательном порядке. Коэффициент рассчитывается путем деления общей суммы задолженности на общую стоимость чистого капитала компании. Приемлемый показатель варьируется от 3 к 1 до 5 к 1.

Степень покрытия суммы, необходимой для обслуживания долга. Данный показатель, демонстрирующий способность компании производить выплату сумм по обслуживанию долга, рассчитывается путем деления величины денежного потока, имеющегося в наличии для обслуживания долга, на общую сумму, необходимую для его обслуживания. Приемлемый показатель, как правило, составляет 1:3 или выше.

Чистая стоимость материальных активов. Ссудодатели предпочитают рассчитывать чистую стоимость материальных активов, не оценивать «неосязаемые активы», такие как договора об обязательстве не участвовать в конкурсной или «гудвилл». Ссудодателей не устраивает отрицательный показатель чистой стоимости материальных активов, поскольку предоставление ссуды на основании стоимости «гудвилл» является достаточно проблематичным вопросом. Чистая стоимость материальных активов рассчитывается путем вычитания общей суммы задолженности из общей суммы стоимости материальных активов.

Анализ прямых затрат. Данный вид анализа проводится путем расчета валовой прибыли выраженной, как правило, в виде процента от объема реализации. Анализ прямых затрат (также называемый анализом валовой прибыли) выявляет связь между прямыми (контролируемыми) издержками хозяйственной деятельности и выручкой от реализации. Такой анализ обычно проводится путем сравнения годовых показателей компании за несколько лет, или путем сравнения со среднеотраслевыми показателями.

Анализ трендов (тенденций). Анализ трендов является прекрасным средством суммарного анализа с целью выявления позитивных или негативных тенденций в функционировании бизнеса. Существует 2 вида такого анализа: вертикальный и горизонтальный. Вертикальный анализ представляет собой анализ показателей работы компании за год (чаще всего выраженных в виде процента от объема реализации), в то время как горизонтальный анализ представляет собой сравнение годовых показателей деятельности компании. Помимо собственных показателей компании, ссудодателей также интересует сопоставление данных по конкретной компании со среднеотраслевыми показателями. Одним из наиболее популярных изданий, содержащих данные по среднеотраслевым показателям, является справочник Robert Morris Associates (RMA), в котором проводится сопоставление таких данных на основе отраслевой классификации.

Заключение

После того, как Вы проанализируете всю информацию, приведенную в данном разделе, я рекомендую Вам обратиться к Таблицам 7.1 и 7.2, в которых приводятся примеры отчета о доходах и баланс компании соответственно. Затем я советую ознакомиться с Таблицей 7.3. Я бы назвал данный пример «проверкой готовности». Иногда в профессиональной деятельности его также называют «критическим испытанием», «анализом чистой стоимости капитала» и т.д. Но как бы ни назывался данный вид проверки, ее задачей является анализ предлагаемой сделки по продаже бизнеса с точки зрения ссудодателя на основании полученной им заявки на финансирование данной сделки.

Исходя из этого, с точки зрения ссудодателя общая стоимость (цена покупки) компании в размере \$1,230,000 является обоснованной, принимая во внимание следующие критерии:

Отношение задолженности к чистой стоимости капитала
 $(\$880,000/\$455,000) = 1,98$ к 1

Таблица 7.3. Предлагаемая структура долга

	Стоимость	Ссудный коэффициент (% от стоимости)	Сумма ссуды	Условия	Годовая сумма платежей по обслуживанию долга
Машины, оборудование, транспортные средства	\$ 200 000	75%	\$150 000	5 лет "прайм-рейт" + 1 5%	\$40 040
Дебиторская задолженность	\$ 160 000	75%	\$120 000	Кредитный лимит "прайм-рейт" + 2%	\$14 400
Товарно-материальные запасы	\$ 600 000	60%	\$360 000	Кредитный лимит "прайм-рейт" + 2%	\$43 200
Общая сумма платежей по обслуживанию долга					\$97 640
Общая сумма займа			\$630 000		
Кредит продавца			\$150 000		
Принятая на себя кредиторская задолженность			\$250 000		
Сумма, вносимая продавцом наличными			\$200 000		
Общая цена покупки			\$1 230 000		

Покрытие суммы, необходимой для обслуживания до
 $(\$250,000/\$97,640) = 2,56$ (раза)

Чистая стоимость материальных активов $(\$1,035,000 - \$812,000)$
 $= \$223,000$.

Кроме того, в данном примере предусматривается вложение капитала со стороны покупателя в приемлемом размере ($\$200,000$ или 16% продажной цены).

В нескольких словах, точка зрения ссудодателя на стоимость бизнеса тесно связана с оценкой структуры задолженности компании и ее способностью осуществлять обслуживание этого долга. В данном примере сделка имеет достаточно высокий уровень обеспечения; платежеспособность имеет достаточное покрытие; анализ тенденций за последние периоды времени и показателей работы компании дал положительные результаты. Сделка, приведенная в качестве примера, будет выигрышной как для продавца и покупателя, так и для ссудодателя.

Основные отличия между предприятиями среднего и малого бизнеса

РОБЕРТ У. СКАРЛАТА (ROBERT W. SCARLATA)

По данным справочника *Sales Leads*, изданного American Business Information в январе 1999 года, в США насчитывается более 10250 тыс. компаний. Общее число занятых в США, по данным *Worth Magazine*, составляет приблизительно 131 млн. человек. Если из этой цифры вычесть 18 млн. 131 тыс. человек, находящихся на государственной службе, то на долю частного сектора придется 113 млн. работников. Из этих данных следует, что в среднестатистической компании занято 11 человек. Даже этот отдельно взятый результат убеждает нас в том, что среднестатистическая компания является достаточно небольшим предприятием.

Наряду с тем, что занятие малым бизнесом может значительно повысить уровень благосостояния владельца, первостепенное значение приобретает предоставление работы для самого хозяина. Приняв за основу, что в основе экономической привлекательности владения малым предприятием является обеспечение занятости для его хозяина, можно назвать и другие явные и неявные преимущества для владельца, такие как независимость, неограниченный потенциал роста (воплощение «американской мечты»), возможность накопления собственного капитала, предоставление работы для членов семьи, возможность реализации навыков и таланта и все другие выгоды, которые в своей основе ассоциируются со свободой выбора и с освобождением от _____ (впишите Ваше собственное определение экономического рабства!). Основной заботой владельца малого бизнеса является вопрос «как сделать» в противовес вопросу «кому поручить».

Более крупные компании «среднего рынка» (компании средней величины) в целом более сложны в управлении, требуют большего объема навыков ведения бизнеса и опыта, умения управлять гораздо большим числом самых разнообразных процессов, в которых заняты специалисты различного уровня, а также большим числом сотрудников. В них больше уровней управления, и они требуют более крупных инвестиций в предприятие и оборудование, а значит, и объема капитала другого уровня. Сущностью предприятия среднего рынка является управление компанией с использованием заемных

средств при помощи различных рычагов, с интенсивным использованием профессиональных навыков владельца/менеджера, капитала, новых идей, квалификации и опыта персонала — поскольку вряд ли кто-нибудь в состоянии наладить процесс производства на предприятии со столь непростой системой организации без использования этих и других «механизмов» и добиться столь же продуктивного результата.

Покупка предприятия малого бизнеса

С точки зрения покупателя, для капитальных инвесторов, занимающихся размещением денежных средств с целью увеличения размера основного капитала компании (и получения соответствующей прибыли), вложение денег в покупку компании среднего рынка больше соответствует стоящим перед ними задачам, чем приобретение малого бизнеса. Если у покупателя есть уверенность в том, что он сможет ловко справиться со всеми хитростями управления предприятием среднего рынка и обеспечить его работоспособность, он может согласиться с повышением уровня риска в расчете на более высокий уровень отдачи от вложенных средств.

Покупатель малого бизнеса может добиться успеха за счет упорного стремления к цели, отказа от излишеств и нововведений и личной скромности (он никогда не пренебрегает возможностью получить совет со стороны). Следует также упомянуть его огромное стремление к повышению уровня общего образования, приобретению определенных знаний в области бухгалтерского учета и, на самом простом уровне, знания основ ведения бизнеса.

Малые предприятия продаются и покупаются каждый день. Иммигранты, слабо владеющие языком и вряд ли знакомые с чем-то кроме сложения и вычитания, но имеющие твердое намерение упорно и без усталости работать на избранном поприще и готовые экономить и в чем-то отказывать себе, с головой уходят в дело, и работают вполне успешно. Мало-помалу они повышают уровень профессионализма, нанимают работников, приобретают оборудование, увеличивая эффективность и продуктивность работы, и бывает, что принадлежащая им компания со временем переходит в категорию компаний среднего рынка.

Для того чтобы начать собственное дело, требуется наличие стартового капитала, и это положение мало подвержено изменению. Компании малого бизнеса, приносящие владельцу в первый год после их приобретения от 20 до 50 тысяч долларов, часто предлагаются на продажу в диапазоне цен от 20 (иногда меньше) до 100 тысяч долларов (первоначальный взнос составляет от 5 до 35 тысяч долларов, с предоставлением продавцом возможности оплаты остальной суммы в рассрочку). Тому, кто твердо решил стать владельцем собственного дела, независимо от бывшего рода деятельности, такая сумма первоначального взноса вполне по силам. Средства, необходимые для оплаты первоначального взноса, можно накопить за определенное время, а

требуемый объем оборотного капитала может составлять совсем небольшую сумму — например, около 5 тысяч долларов.

Что касается консультаций по вопросу приобретения, мы настоятельно рекомендуем покупателям, впервые занимающимся покупкой малого бизнеса, воспользоваться услугами посредника или агента. Деятельность агентов нивелирует расхождения на рынке продаваемых компаний. Покупатели, как правило, не смогут получить громадной скидки, но их и не обдерут как липку! Агенты из числа наиболее опытных обязательно обсудят вместе с покупателем-новичком основные детали покупки — на что следует обратить внимание при выборе компании, как производится оценка компаний, какова их экономическая структура, каковы гарантии получения именно того, за что уплачены деньги (меры предосторожности), как уклониться от нежелательных обязательств, вопросы обеспечения продавцом курса обучения, отказа от конкуренции со стороны продавца и, наконец, вопрос юридической защиты при заключении сделки. Обычно агент дает покупателю совет, каков должен быть его первый шаг. Этот этап наиболее важен для покупателя-новичка, и ему следует действовать с превеликой осторожностью, дабы избежать ошибок и ловушек, и профессиональный агент может оказать в этом большую помощь.

Возможно, некоторые объекты малого бизнеса, предлагаемые на продажу, находятся рядом — не дальше, чем те заведения и магазины, в которые Вы заходите каждый день. Если Вам приглянулось какое-нибудь дело, спросите владельца, не думал ли он о возможности продажи. Далее обратитесь к услугам агента, который поможет Вам осуществить покупку. Не подписывайте каких-либо документов и не предпринимайте никаких действий, пока этот специалист не даст своего заключения относительно предполагаемой покупки. Большинство агентов согласятся работать с почасовой оплатой труда и отработают свои деньги более чем сполна. Считайте советы, полученные от них, наиболее ценной гарантией успеха, которую можно получить за деньги.

Дополнительными источниками информации о предложениях по продаже малых предприятий являются: раздел объявлений о покупке/продаже компаний в местной газете, агентства недвижимости, занимающиеся объектами бизнеса, личные контакты с местными юристами, бухгалтерами, банкирами, страховыми агентами, работающими в области страхования компаний, а также Ваши друзья и знакомые.

Покупатель малого бизнеса приобретает компанию, обладающую ограниченным объемом активов и, как правило, не имеющую долговых обязательств. В состав приобретаемого имущества чаще всего включаются товарно-материальные запасы в определенном объеме (со стоимостью, указываемой в счете), приспособления, мебель, механизмы и оборудование. Продавец распоряжается наличными и другими оборотными средствами и платит по всем обязательствам. Цена покупки включает обоснованную рыночную стоимость имущества плюс элемент «стоимости действующей фирмы» (формула оценки приводится ниже в соответствующем разделе).

Покупка компании средней величины

Что касается определения среднего рынка, для целей данной работы мы относим к нему компании с годовым объемом денежного потока в диапазоне от 150 до 950 тысяч долларов. Чуть больше, и компания становится верным кандидатом на переход в разряд корпоративной собственности. Мы исходим из предположения, что наш читатель — частное лицо, рассматривающее возможность приобретения бизнеса за свой собственный счет, а не в качестве представителя корпоративного покупателя.

Послужной список покупателя компании средней величины чаще всего включает предшествующий или текущий опыт владения другим бизнесом или несколькими фирмами и/или богатый опыт работы в корпоративных структурах. Покупатели компаний средней величины, стоимость которых находится в нижней части ценового диапазона, обычно являются выходцами из верхушки менеджеров среднего звена и, как правило, имеют богатый опыт работы в области маркетинга, менеджмента, финансового управления (непосредственного управления самостоятельными хозяйственными подразделениями), а иногда и опытом в приобретении собственности. Покупатели компаний, стоимость которых находится в верхней части ценового диапазона, чаще всего являлись, или являются на данный момент, владельцами компаний среднего уровня и/или имеют большой опыт работы в качестве руководящих работников высшего звена в корпоративных структурах. Информация, требующая изучения при выставлении на продажу компании средней величины, включает большое количество детальных данных по показателям работы за текущий и предшествующие периоды. Компании такого рода обычно используют услуги солидной независимой бухгалтерской фирмы и юрисконсульта и имеют прочные, долговременные связи в банковской сфере.

Как правило, при продаже бизнеса средней величины предоставляются отчеты о прибыли и убытках и балансовые отчеты как минимум за пять предыдущих лет, скорректированные таким образом, чтобы представленные данные наиболее полно отражали реальную доходность предприятия и обоснованную рыночную стоимость активов фирмы. Другая важная информация, предоставляемая покупателям, включает сведения о дебиторской и кредиторской задолженности с разбивкой по срокам задолженности, копии всех договоров аренды или долговых ценных бумаг, которые могут перейти к покупателю, сведения о фонде заработной платы персонала, договора страхования, данные оценки оборудования, приспособлений, мебели и механизмов (а также недвижимости, если она также подлежит продаже с бизнесом). Чрезвычайно полезным может оказаться документ, называемый «анализ источников и использования фондов», а также налоговые декларации (которые используются для сверки с данными отчета о прибыли и убытках). Компании среднего рынка, у которых имеются налоговые декларации, проверенные соответствующими органами или аудиторскими фирмами, на практике встреча-

ются очень редко, однако стандартные меры предосторожности со стороны продавца могут обеспечить тот же результат, что и аудиторская проверка.

Подробные записи по клиентам покажут их общее количество, какие покупки ими делаются, а также погашение ими своей задолженности. Помимо этого необходимо ознакомиться со списком поставщиков (особенно имеющих эксклюзивные дистрибьюторские права), графиками текущего ремонта, информацией по маркетингу, текущими контрактами на обслуживание, рекламными программами, договорами с посредниками (если таковые имеются), а также проверить соблюдение требований Закона о технике безопасности и гигиене труда (OSHA).

Источниками информации о компаниях среднего рынка, предлагаемых на продажу, могут служить агенты, отделения банков и посреднических фирм, занимающиеся вопросами слияния и поглощения компаний, бухгалтерские фирмы и компании, работающие в сфере банковских инвестиций. Эту информацию также можно почерпнуть из отраслевых журналов, от бухгалтеров и юристов, через банки и руководство торговых ассоциаций. Однако зачастую лучше всего заняться таким поиском напрямую. С этой целью необходимо составить список компаний, которые Вы считаете подходящими кандидатами, и обратиться к ним напрямую. Для этого следует предварительно разослать по их адресам письма, а затем связаться по телефону. Следует также подготовить соглашение о строгом соблюдении конфиденциальности сделки, свое резюме и справку о финансовом состоянии. Здесь еще раз хотелось бы напомнить, что тем, кто занимается покупкой такого рода впервые, настоятельно рекомендуется воспользоваться помощью опытного специалиста.

Оценка компании средней величины

При оценке компании средней величины мы предпочитаем проводить углубленный анализ способности данного бизнеса к функционированию на основе самоокупаемости по прошествии определенного периода времени. Разумный срок выплаты долга при покупке компании средней величины, арендующей помещение, составляет от 7 до 10 лет. Чем крупнее компания, тем более продолжительный период времени необходим для выплаты взносов по погашению кредита на ее приобретение.

Как правило, для приобретения компании средней величины требуется значительный капитал. Для менее крупных компаний этой категории я бы назвал цифру 500 тысяч долларов, а для более крупных — 2 с половиной миллиона долларов (в высоколиквидной форме).

Существует немало способов оценки бизнеса. Мы считаем, что методика, описанная ниже, представляет собой практичный способ получения обоснованной стоимости бизнеса. В 1980-х годах, времени больших замыслов и активного развития кредитной сферы, при покупке компаний среднего рынка использование данного метода оценки приводило к занижению показателей их стоимости. Однако мы считаем, что в нынешней ситуации его применение

дает возможность получения цены, которая является обоснованной и приемлемой для покупателя и справедливой в отношении продавца.

ФОРМУЛА ОПРЕДЕЛЕНИЯ ЦЕНЫ КОМПАНИИ НА БАЗЕ ФИНАНСОВЫХ РАСЧЕТОВ

В основе наиболее распространенных методов оценки бизнеса, применяемых с целью установления его обоснованной рыночной цены, лежат три различных подхода: подход на основе активов (определение суммы, необходимой для замещения всех имеющихся в наличии активов действующего предприятия), доходный подход (расчет цены бизнеса на основе данных о его прибыльности и уровне риска, присущего данному предприятию, а именно цены, при которой предприятие будет обеспечивать норму прибыли, сопоставимую с соответствующей степенью риска), и подход на основе сравнения данных о продаже других фирм (сопоставление цены продажи компаний с аналогичными показателями и характеристиками). Последний подход является самым эффективным средством расчета цены, но в то же время его использование представляет определенные трудности из-за уникальности характеристик каждого бизнеса.

Лучшей проверкой правильности назначения цены по результатам упомянутого выше анализа является оценка способности бизнеса окупить средства, затраченные на его покупку по этой цене. Если бизнес является нерентабельным и не обладает достаточными резервами для функционирования в условиях экономического спада, это означает, что цена на него была завышена. И наоборот, если ожидается, что по истечении разумного периода времени бизнес начнет производить денежный поток, достаточный для покрытия средств, затраченных на его приобретение, значит, цена была назначена верно, практически в соответствии с определением этого понятия. (Следует принять во внимание, что определение обоснованной рыночной стоимости подразумевает назначение цены, которую готов и способен заплатить покупатель, при условии предоставления как ему самому, так и продавцу, всей необходимой информации, а также при отсутствии принуждения любого рода).

Для того, чтобы бизнес производил прибыль, необходимо наличие активов, но покупатель бизнеса в первую очередь заинтересован в приобретении не столько соответствующих активов, сколько в приобретении права на получение потока прибыли, производимого бизнесом. Подход к оценке на базе финансовых расчетов не очень подходит для компаний, имеющих значительные активы, но дающих скудную прибыль. Иными словами, данный метод предполагает, что если активы не обеспечивают достаточного уровня отдачи по показателю нормы прибыли, они подлежат ликвидации, или же что назначенная цена должна соответствовать стоимости активов (т.е. стоимость активов должна служить «пороговым уровнем» цены).

Представленный в данном разделе метод оценки позволяет рассчитать

«ценность бизнеса», или «стоимость действующей фирмы», включая часть стоимости помимо имущества (стоимости чистых активов). Данный вид стоимости представляет собой текущую стоимость предполагаемой величины будущего потока прибыли, т.е. ту сумму, которую готов заплатить покупатель за прибыль, которая будет получена в следующем году, на второй год и т.д., дисконтированную с учетом процентной ставки, отражающей инфляционные ожидания, уровень риска, связанного с приобретением предприятия, и других факторов.

«Потенциал» компании (прирост показателей по сравнению с показателями за прошлые периоды) может быть реализован только самим покупателем (в большинстве случаев), поэтому покупатель вполне обоснованно ничего не платит продавцу за такой потенциал.

Теперь давайте перейдем к методике определения цены компании на основе финансовых расчетов:

Анализ денежного потока

1. Рассчитайте величину чистой прибыли компании от хозяйственной деятельности (чистой операционной прибыли) до:

- Начисления износа и амортизации
- Оплаты процентов
- Уплаты подоходного налога
- Вычета разовых (непериодических) расходов
- Вычета заработка владельца, в т.ч.:

заработка до удержания налогов, предоставления льгот и пособий, или выплаты другого дохода

= Чистая операционная прибыль (Net Operating Profit — NOP)
(также см. следующий пункт);

2. Эта величина может быть рассчитана другим способом, с помощью которого также можно проверить результаты расчетов с использованием первого способа (оба должны в итоге дать одинаковый результат):

- + Валовая выручка от реализации
- Себестоимость реализованной продукции
- Эксплуатационные расходы

= Чистая операционная прибыль (NOP)

Чистая операционная прибыль. При анализе маленьких компаний (из категории малого семейного бизнеса) основное внимание следует обратить на показатели доходов за последние 12 месяцев. Для более крупных компаний следует использовать метод расчета среднего показателя чистой операционной прибыли за последние 3 года — 5 лет. При этом хороший результат дает использование метода расчета «суммы количества лет». Если Вы использовали средние показатели за 3 года, необходимо умножить величину дохода за последние 12 месяцев на 3, доход за предшествующий год на 2 и доход

за первый год на 1. Затем сложите полученные результаты и разделите итоговую сумму на 6 (сумму $3 + 2 + 1$). При использовании данного метода, главное значение придается величине доходов за последние 12 месяцев, которая является определяющим показателем работы компании в будущем.

Формула расчета цены

1. Чистая операционная прибыль (NOP) + _____
2. Минус размер заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу/управляющему[†] - _____
3. Минус капитальные затраты* - _____
4. Минус прибыль на сумму первоначального взноса при покупке компании* - _____
5. Равняется сумме, оставшейся для обслуживания долга* = _____
6. Возьмите 25% от суммы, указанной в п. 5 (т.е. 25% от суммы, оставшейся для обслуживания долга)* - _____
7. Годовая сумма расходов на обслуживание долга*: необходимо вычесть сумму, указанную в п. 6, из суммы, указанной в п. 5 = _____
8. Период погашения долга (количество лет)[†] _____
9. Процентная ставка* _____
10. Сумма долга на основе указанной процентной ставки и срока погашения[†] + _____
11. Плюс величина первоначального взноса, использованная в п. 4* + _____
12. Равняется итоговой цене продажи* = _____

* Определение терминов, помеченных «звездочкой», приводится ниже.

Заработок и компенсации, выплачиваемые владельцу. Данную величину необходимо рассчитывать, исходя из стоимости найма управляющего для руководства деятельностью компании. Она включает величину заработной платы, льгот и пособий, а также налогов. На самом деле эта величина представляет собой величину «альтернативных затрат» на выполнение функций владельца/управляющего компании. Иными словами, это размер вознаграждения, которое мог бы получить владелец/управляющий, если бы он работал по найму у другого работодателя, выполняя те же функции, но не неся при этом «предпринимательского» риска или риска, связанного с вложением капитала.

Капитальные затраты. Необходимо принять во внимание, что при расчете чистой операционной прибыли мы не учитывали величину амортизации. Сделано это по причине того, что амортизация как вид издержек зачастую рассчитывается, исходя из соображений налогообложения, и поэтому ее ве-

личина не отражает фактическую потребность в капиталовложениях в бизнес. Мы определяем «потребность в капиталовложениях» как объем капитальных затрат на приобретение активов, имеющих срок службы свыше одного года, которые необходимы для поддержания конкурентоспособности бизнеса. Практически любой бизнес требует ежегодных капитальных затрат в определенном объеме. Их величина для целей данного раздела составляет величину прямых затрат, необходимых для приобретения основных средств (если основные средства могут быть взяты в аренду или приобретены в кредит, необходимо использовать величину затрат на финансирование — сумму основного долга плюс проценты на нее).

Прибыль на сумму первоначального взноса. Этот показатель включает величину «альтернативных издержек» с учетом фактора риска, связанного с вложением средств в бизнес по сравнению с альтернативными инвестициями. Если текущая процентная банковская ставка на долгосрочные банковские сертификаты или депозиты составляет 7 процентов, можно добавить еще 3 процента с учетом фактора риска (хотя этот показатель на самом деле является заниженным). Однако нам необходимо рассчитать величину первоначального взноса. В большинстве случаев, имея величину чистой операционной прибыли компании, мы можем рассчитать примерный уровень цены ее продажи следующим образом:

Чистая операционная прибыль до \$50,000	1.7 x NOP
Чистая операционная прибыль от \$50,00 до \$100,000	2.2 x NOP
Чистая операционная прибыль от \$100,000 до \$200,000	2.7 x NOP
Чистая операционная прибыль от \$200,000 до \$300,000	3.0 x NOP
Чистая операционная прибыль от \$300,000 до \$400,000	3.3 x NOP
Чистая операционная прибыль от \$400,000 до \$500,000	3.5 x NOP

После расчета примерной цены продажи с использованием вышеуказанных формул необходимо рассчитать примерную величину первоначального взноса, который, как правило, составляет от 20 до 33 процентов от цены продажи компании.

Чистая операционная прибыль. Размер чистой операционной прибыли рассчитывается с использованием следующей формулы:

- Минус размер заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу/управляющему
 - Минус размер капитальных затрат
 - Минус величина прибыли на первоначальный взнос
- = Годовая сумма, остающаяся на обслуживание долга (погашение основной суммы и выплату процентов).

Резерв. Ни один предприниматель не может позволить себе использовать для обслуживания долга 100 % средств, имеющих в его распоряжении для этих целей, поскольку в этом случае у него не останется резерва для покрытия непредвиденных расходов. С учетом этого рекомендуется выделить как минимум 25 процентов суммы, имеющейся в распоряжении для обслуживания долга, на создание резервного запаса средств.

Годовая сумма расходов на обслуживание долга. Эта величина представляет собой сумму средств, которая может быть выделена на покрытие расходов, связанных с финансированием сделки по приобретению компании (без роста и расширения бизнеса, исходя из показателей чистой операционной прибыли за прошлые периоды). Она состоит из основного долга и процентов на него и представляет собой сумму, ежегодно выплачиваемую в счет их погашения.

Период погашения долга (количество лет). Этот показатель представляет собой срок векселя, оформленного при покупке бизнеса. Количество лет, необходимое для погашения долга, зависит от размера приобретенной компании, а также от фактора риска, связанного с ее приобретением. Например:

Большинство ресторанов	от 3 до 5 лет
Большинство компаний, работающих в сфере услуг	от 3 до 5 лет
Большинство предприятий легкой промышленности	от 5 до 7 лет
Более крупные дистрибьюторские/производственные компании	от 7 до 10 лет

Учтите, что в вышеуказанном перечне не принимаются во внимание компании, выплачивающие стоимость аренды помещений и другого имущества, т.е. компании, работающие в арендованных помещениях.

Процентная ставка. Поскольку в данном разделе мы определяем стоимость бизнеса при условии предоставления кредита по его оплате со стороны про- давца, процентная ставка в таких случаях, как правило, рассчитывается как разница между ставкой по мелким депозитам и ставкой по мелким ссудам. Обычно в результате получается значение, близкое к «прайм-рейт».

Общая сумма долга. Для определения текущей стоимости кредита на базе суммы годовых платежей в счет его погашения Вам понадобится калькулятор для финансовых расчетов. Для определения размера месячных расходов разделите сумму годовых платежей на 12, нажмите кнопку PMT (имеется на многих калькуляторах); введите месячную процентную ставку (годовая процентная ставка, деленная на 12), введите количество месяцев (количество лет, умноженное на 12).

Плюс сумма первоначального взноса. Здесь имеется в виду рассчитанная сумма первоначального взноса.

Цена продажи. Составляет сумму рассчитанной величины расходов на обслуживание долга и величины первоначального взноса.

ОГОВОРКИ

Оборотный капитал. Вы, наверное, заметили, что мы не включили оценку «затрат», относящихся к оборотному капиталу. Они включают стоимость капитала, относящуюся к использованию займа на сумму требуемого оборотного капитала, которая при расчете чистой операционной прибыли компании должна быть вычтена в качестве статьи расходов. Если объем требуемого оборотного капитала составляет значительную сумму, возьмите от 12 до 15 процентов стоимости капитала и включите эту величину в формулу расчета цены в качестве «расходов» аналогично позиции, указанной в п. 4.

Баланс. Приведенная в данной главе формула может использоваться при расчете цены компании, имеющей только материальные активы, к которым относятся товарно-материальные запасы, незавершенное производство, приспособления, мебель, машины и оборудование. Она не учитывает банковскую наличность (оборотный капитал финансируется покупателем), дебиторскую задолженность и другие оборотные средства. При ее применении также предполагается, что компания арендует помещения для работы (если она является владельцем имущества, необходимо произвести его оценку и вычесть обоснованную рыночную стоимость аренды из величины чистой операционной прибыли). Также предполагается, что все долговые обязательства оставляет за собой продавец или что они будут погашены при совершении сделки из выручки от продажи компании (или же эти обязательства может взять на себя покупатель, вычтя их сумму из рассчитанной цены покупки компании).

Факторы риска. Чем выше степень риска, связанного с конкретными капиталовложениями, тем ниже должна быть цена, или же тем больше должна быть часть цены, ставящаяся в зависимость от функционирования бизнеса после его покупки, т.е. оговоренного дохода, при котором продавец будет иметь право на получение процента от величины валовой прибыли или валового объема продаж.

Предоставление кредита продавцом. Результат, получаемый при использовании данной методологии, основан на предположении, что продавец предоставляет необходимую сумму кредита для финансирования сделки в полном объеме, т.е. покупатель выплачивает только первоначальный взнос, а вся оставшаяся сумма сверх него финансируется исключительно продавцом.

Для более крупных фирм, имеющих большой объем активов, значительная часть суммы сделки на покупку бизнеса может финансироваться с участием кредитно-финансовых учреждений. В этом случае имеет смысл проработать структуру сделки с использованием нескольких уровней финансирования. Ниже приводится размер займа, выдаваемого кредитными учреждениями для покупки компаний, обладающих достаточными возможностями для обслуживания кредитов, рассчитываемого как процент от стоимости активов соответствующей категории, оцененных с использованием показателя «стоимости действующего предприятия».

Земля и сооружения	до 80%	от 15 до 20 лет
Машины и оборудование	50% - 60%*	от 5 до 7 лет
Товарно-материальные запасы	50% - 60%	от 3 до 5 лет
Дебиторская задолженность	до 80%	Автоматически возобновляемый (только процент)

* На базе ликвидационной стоимости (при ликвидации в установленном порядке). Процентная ставка обычно составляет «прайм-рейт» плюс 2 или 3 процента.

Как хорошо видно из этих данных, размер предоставляемого кредита даже не покрывает стоимость компании на основе активов! Поэтому если продавец хочет получить полную стоимость бизнеса, разница (между общим объемом средств, полученных через кредитно-финансовые учреждения и за счет первоначального взноса покупателя, и полной стоимостью бизнеса, включая элемент «стоимости действующей фирмы», представляющий собой «гудвилл») должна финансироваться продавцом. Кредит, предоставляемый продавцом, является субординированным по отношению к ссудам кредитно-финансовых учреждений и, как правило, основывается на личных гарантиях покупателя или его супруги (супруга). Для этого также может потребоваться передача акций компании, приобретающей бизнес, в доверительное управление по решению продавца в случае нарушения покупателем обязательств по оплате векселей, выданных им продавцу.

Заключение

Назначение цены компании отчасти является искусством, а отчасти наукой, в которой должна превалировать логика (!). Сколь хорошо бы ни была произведена оценка, но, учитывая человеческий фактор, а также колоссальную важность вопросов управления, не приходится исключать возможности неудачи в дальнейшей деятельности компании. Предприниматель ожидает вознаграждения за свои усилия, а таким вознаграждением иногда служит полное фиаско. Один великий экономист сказал однажды, что капитализм — это искусство творческого разрушения. Наверное, так и есть на самом

деле. Однако, чтобы закончить данную главу на более оптимистичной ноте, давайте предположим, что бизнес продолжает процветать. Если при его покупке покупатель использовал для расчета цены приведенную выше формулу, то в течение первых пяти лет после его приобретения при использовании заемных средств он может ожидать получение нормы прибыли на свой первоначальный взнос в пределах от 25 до 65 процентов. Несомненно, награда оправдывает риск!

Где найти информацию об отрасли и сведения о компаниях

ЛАЙЗА ДОУБЛ ДЖОНСОН (LISA DOBLE JOHNSON)

В соответствии с Постановлением налогового управления 59-60 (Rev. Ruling 59-60), при оценке бизнеса оценщик должен учитывать экономические условия, сложившиеся на национальном и региональном уровнях, особенности отрасли, к которой принадлежит компания, и имеющиеся данные по публичным компаниям, работающим в той же или смежной области. В результате последних достижений технологии появилось множество различных носителей информации, таких как компакт-диски, а также Интернет, ныне переживающий небывалый рост популярности и уже доказавший свои неоспоримые преимущества в качестве способа получения информации. Прежде исследования по вопросу оценки бизнеса требовали посещения библиотек для изучения изданий *Standard & Poor's Business Record*, *Value Line*, и *Standard & Poor's Stock Guide*, предлагавших информацию об открытых акционерных компаниях. Личную библиотеку оценщика можно пополнить изданием Министерства торговли США *U.S. Industrial Outlook*, державшее добротные составленные сводки по основным отраслям экономики. Следует отметить, что справочники *Standard & Poors* также включали достаточно подробные экономические обзоры, но стоимость этих изданий была такова, что с ними имело смысл знакомиться исключительно в библиотеке. В целом штудирование периодических изданий и таблиц показателей в газетах также давало неплохие результаты, позволяя найти большое количество полезных материалов по конкретной отрасли экономики.

Вышеперечисленные источники информации по-прежнему предлагаются в печатной форме, но сегодня, используя различные электронные источники, существует возможность ощутимо сократить время, которое оценщик проводит за сбором информации по отраслям экономики и по конкретным компаниям. В следующих разделах рассматриваются некоторые основные источники информации, используемые оценщиками в настоящее время.

Интернет

Трудно переоценить значение Интернета в качестве источника информации, связанной со сферой бизнеса. Впервые возникнув в виде сети компьютеров, использовавшейся для связи государственных, научных и академических учреждений для упрощения процесса обмена информацией, Интернет стал доступен по всему миру для любого желающего, имеющего в распоряжении компьютер и модем. Пользователи имеют возможность как получать, так и предоставлять информацию в режиме реального времени.

Учитывая глобальный охват Интернета, многие сравнивают его с огромной библиотекой. Предположительно в нем содержится от 200 до 300 миллионов документов, доступных для ознакомления для любого пользователя. По оценке специалистов этот объем ежегодно, или даже быстрее, удваивается. Остается сожалеть, что отсутствует централизованный сводный каталог для систематизации этого объема данных.

Информация в Интернете размещена на различных сайтах «всемирной паутины». Веб-сайты размещены в соответствии с системой стандартизованных универсальных локаторов ресурсов (URL), родственной традиционной системе почтовых адресов. Если URL веб-сайта неизвестен, то для поиска ресурсов, содержащих требуемую информацию, необходимо использовать электронные поисковые системы (компьютерные программы).

Yahoo (сокращение от «Yet Another Highly Official Oracle», — «Еще один очень удобный путеводитель»), является примером инструмента поиска, в данном случае представляющего собой иерархический предметный идентификатор. Авторы веб-сайта регистрируют свои «страницы» в поисковой системе Yahoo, после чего редакторы классифицируют сайты по различным категориям. Индексы Yahoo составляются под постоянным наблюдением редактора, поэтому разбивка информации по категориям выполняется на высоком уровне. Однако в результате сильного влияния редакторов покрытие Интернета системой Yahoo относительно невелико. Это значит, что количество совпадений в ответ на конкретный запрос будет меньше, но это также означает и то, что полученная информация будет более строго соответствовать параметрам запроса.

Кроме индексов, подобных Yahoo, для поиска информации пользователи могут воспользоваться «поисковыми машинами». Наиболее известными из них являются AltaVista, Excite, HotBot, Infoseek и Lycos. Поисковые машины индексируют данные на основе ключевых слов с помощью «роботов» или «пауков». Поисковое устройство сликает ключевое слово запроса с информацией в базе данных и создает список документов, которые могут соответствовать запросу.

Для поиска можно также использовать поисковую систему с мультиустройствами, называемую *метасистемой*, которая анализирует запрос с помощью нескольких поисковых машин одновременно. Такая программа выдает списки по результату поиска каждой машины или объединяет их в единый

список. В числе наиболее известных метасистемных программ можно назвать SavvySearch, MetaCrawler, или All-in-One. Эффективность программ метапоиска заключается в передаче запросов нескольким поисковым машинам одновременно, однако существует определенное ограничение числа найденных совпадений для каждого из устройств, что может понизить продуктивность при сложном поиске.

Разработаны поисковые программы, предназначенные для работы с определенными категориями данных. Например, Law Crawler (www.lawcrawler.com) является популярной поисковой системой юридической направленности. Американский институт сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации (AICPA) предлагает своим членам услуги такого рода с использованием браузера, ориентированного на сферу бизнеса, но, надо признать, что доступ в систему сравнительно дорог, особенно если Вы не состоите членом организации.

Преимущество поисковых машин заключается в обзоре большего числа документов в Интернете, чем с помощью таких индексов, как Yahoo. Согласно оценке, поисковые машины охватывают от 3 до 50% материалов, размещенных в Интернете. Однако, вследствие менее пристального внимания со стороны редактора, ответные справки, выдаваемые поисковыми машинами, имеют меньшее соответствие запросу, чем ответы, найденные с помощью такого индекса, как Yahoo; правда, количество ссылок обычно будет больше.

При поиске информации в Интернете и ее дальнейшем использовании следует учитывать несколько ключевых моментов.

- Используйте несколько поисковых машин и индексов для просмотра максимального количества документов в Интернете, повышая, таким образом, вероятность получения полезной информации.
- При использовании информации, полученной из Интернета, обязательно распечатайте копию. Интернет подвержен постоянным изменениям, и содержание сайтов постоянно обновляется. Сами веб-сайты могут быть удалены из Сети. Если оценщик основывается на материалах из Интернета, а впоследствии вдруг возникнут вопросы по содержанию таких документов, будет полезно представить источник информации. Не стоит рассчитывать, что через год или два, когда вопрос может возникнуть, Вы найдете ту же информацию на том же месте. Поэтому будет неплохо иметь распечатанную копию материалов из Интернета, которыми Вы пользуетесь.
- Обращайте внимание на используемый источник информации. Веб-сайты непрерывно разрастаются, поскольку Интернет дает возможность публиковать материалы, обращенные к читателям всего мира, наиболее простым и экономичным способом. Всегда обращайтесь внимание на фамилию автора, источник информации и дату публикации используемой информации. Вам необходимо убедиться в надежности, точности и авторитетности всех ссылок.

- Вы убедитесь, что единственным источником некоторой информации является Интернет, поэтому сведения, полученные таким способом, незаменимы в работе. Будет обидно, если Ваш оппонент в судебном разбирательстве добьется успеха из-за Вашей неспособности воспользоваться нужной информацией из электронного журнала, имеющегося только в Интернете.

Далее приводится выборочный список веб-сайтов, которые стоит посетить оценщикам, использующим Интернет для сбора информации.

Данные по открытым акционерным компаниям

- EDGAR (www.sec.gov) — веб-сайт Комиссии по ценным бумагам и биржам США (SEC). Здесь содержится документация открытых компаний примерно за последние два года. EDGAR расшифровывается как «Электронная система сбора и поиска информации». Данный веб-сайт был организован в 1994 году в качестве эксперимента, а начиная с 1996 года все компании при подаче годового отчета в SEC обязаны представлять его в электронном виде. Таким образом, появилась возможность доступа к разносторонней текущей финансовой информации, размещенной на Интернет-сайте. Другой пример — www.freedgar.com, дающий пользователю возможность поиска нужной информации на основе кодов Стандартной промышленной классификации (SIC) и загрузки финансовых отчетов из файла непосредственно в электронную таблицу.
- WSRN — Wall Street Research Net (www.wsrn.com) содержит 500 000 ссылок на документы SEC, домашние страницы компаний, годовые отчеты, пресс-релизы и другую информацию для инвесторов, а также помещает котировку акций.
- Hoover's On Line (www.hoovers.com) предоставляет платный доступ к информации о приблизительно 13 тыс. публичных и частных компаний.
- JustQuotes.com (www.justquotes.com) предлагает множество ссылок для получения данных по открытому рынку и рынкам IPO (первичных публичных предложений акций). На сайте также имеется раздел новостей.

Данные о доходах компаний

- Zacks Investment Research (www.zacks.com) предоставляет платный доступ к Zacks Analyst Watch, где размещены аналитические прогнозы приблизительно по 6000 компаний. Некоторый объем информации предоставляется бесплатно.

- Thomson Financial Services (www.firstcall.com) предлагает на свой сайт First Call Web ограниченный объем оценочных данных о величине доходов компаний. За определенную плату можно получить доступ к множеству самых разнообразных материалов.

Отраслевые данные

- Dow Jones Publications Library (www.wsj.com) публикует статьи в более чем 3700 различных журналов, а также из изданий, посвященных вопросам бизнеса. Для получения доступа к информации пользователи должны оплатить размер годового взноса, а также вносить плату за загрузку статей.
- The LSU Libraries Webliography (www.lib.lsu.edu/bus/biznews.htm) содержит ссылки на самые различные отраслевые обзоры и другую экономическую информацию.
- The American Metal Market On-Line (www.amm.com/ref/trade.htm) содержит список крупнейших отраслевых ассоциаций и ссылки на их веб-сайты, а также ссылки на другие интересные ресурсы в сети.
- Веб-сайт Data and Program Library Service (dpls.dacc.wisc.edu/datagovus.html) содержит обширный перечень информационных сайтов государственных агентств, в т.ч. ссылки на базу данных Бюро переписей Министерства торговли США *Current Industrial Reports*, содержащую отраслевые отчеты, и таблицы сводных данных по национальным и региональным экономическим показателям, составляемые Бюро экономического анализа, которые публикуются в *Survey of Current Business*.

Экономическая информация

- Веб-сайт Stat-USA (www.stat-usa.gov/stat-usa.html) содержит финансовую и экономическую информацию по различным секторам экономики США.
- Бюро переписей США на своем сайте (www.census.gov) предлагает обширную базу статистических данных.
- Веб-сайт Национальной ассоциации исполнительных органов управления государственными информационными ресурсами (www.nasire.org/ss) содержит ссылки на сетевые ресурсы различных правительственных органов штатов, информационные страницы государственных учреждений и другую информацию.
- The American Journalism Review (www.newslink.org) публикует ссылки на сайты газет, издаваемых в различных штатах, а также на ресурсы других периодических изданий.

Общая информация

- Shannon Pratt's Business Valuation Update Online (www.nvst.com/bvu/login.htm) предлагает платный доступ в режиме реального времени к ежемесячному информационному бюллетеню Dr. Pratt's newsletter. В данной публикации содержатся новости в сфере общей оценки, обзоры по отдельным проведенным оценкам, полные тексты некоторых отчетов по результатам оценки, а также ссылки на другие информационные ресурсы, посвященные вопросам оценки бизнеса
- Американское общество оценщиков (www.appraisers.org) предлагает посетителям своего сайта ознакомиться с последними новостями, принять участие в форумах для обсуждения различных вопросов, а также содержит другую информацию.
- Веб-сайт Института оценщиков бизнеса (www.instbusapp.org) содержит ссылки на ряд сетевых ресурсов, посвященных вопросам оценки бизнеса, а также предлагает новости и другие информационные ресурсы, предназначенные для специалистов в области оценки.
- Сетевое ежедневное издание Налогового управления США (www.irs.ustreas.gov) размещает бланки налоговых деклараций, инструкции, а также публикации Налогового управления.
- Школа права Университета штата Индиана совместно с онлайн-библиотекой World Wide Web Virtual Library (www.law.indiana.edu/law/v-lib/lawschools.html) предлагает на своем сайте ссылки на ресурсы различных школ права и на другие ресурсы, посвященные вопросам исследований в области юриспруденции. На сайте предусмотрена удобная система поиска имеющейся информации.

Другие источники информации

Интернет содержит массу ценной информации, которой могут воспользоваться специалисты по оценке, однако есть и некоторые другие источники полезной информации. Ряд компаний предлагает платные услуги по предоставлению данных о компаниях и отраслях экономики. В их числе можно назвать CompuServe, Dow Jones News Retrieval и Dialog. Как правило, за пользование такими услугами клиенты перечисляют стоимость годовой подписки, а также вносят оплату за получение доступа к информации в зависимости от ее объема.

Прежде чем остановиться на какой-либо конкретной службе, предлагающей информационные услуги в режиме «он-лайн», оценщику стоит ознакомиться с работой нескольких из них. Обратите внимание, что доступ к некоторым из перечисленных баз данных можно получить как через провайде-

ров информационных услуг, так и непосредственно через владельцев баз данных. Стоимость услуг варьируется в значительных пределах, как и характер предоставляемых данных. Однако, как правило, информация, получаемая напрямую через владельцев баз данных, отличается большей полнотой и разносторонностью.

Данные об открытых компаниях

Открытые акционерные компании обязаны представлять в SEC целый ряд сведений. Получить доступ к этой информации можно различными способами. При выборе поставщика информационных услуг в этой области пользователю следует оценить стоимость услуг, проверить, предоставляется ли информация в переработанном виде или же она основывается на официальных отчетах компаний, а также убедиться в наличии данных за достаточно большой промежуток времени.

- Bloomberg представляет собой онлайн-услугу, предлагающую самую разнообразную текущую информацию. Хотя в нашем распоряжении нет точных сведений относительно количества компаний, включенных в базу данных этой службы, тем не менее, следует отметить, что эта база довольно обширна. Ее последние версии снабжены дополнительными программными средствами, обеспечивающими перевод данных непосредственно в электронные таблицы. Вместе с тем, база данных содержит довольно ограниченный объем финансовой информации о компаниях за прошлые годы. Необходимо также отметить, что предлагаемые услуги относятся к разряду достаточно дорогих.
- База данных Standard & Poor's Compustat PC Plus доступна в режиме «он-лайн», а также предлагается на компакт-дисках. В базе содержится финансовая и бюджетная информация о более чем 10 тыс. публичных компаний, акции которых пользуются наибольшим спросом на фондовой бирже. Предлагаемая информация получена на основе отчетов, представляемых компаниями в SEC. Помимо этого база данных включает сведения о более чем 9 тыс. компаний, акции которых прежде активно продавались и покупались на фондовом рынке, но которые на протяжении последних 20 лет были приобретены в частную собственность. База данных предусматривает возможность поиска по кодам SIC, местонахождению, фондовым биржам и другим параметрам в зависимости от требуемой финансовой информации, а также возможность прямой загрузки данных в электронные таблицы с помощью дополнительных программных средств. Информация, предлагаемая в режиме онлайн-доступа, содержит более обширную текущую информацию. В целом предлагаемая база данных отличается полнотой и разносторонним ха-

рактором содержащихся в ней сведений, однако доступ к ней относится к разряду достаточно дорогих.

- База данных Disclosure's SEC Database предлагается на компакт-дисках или в режиме «он-лайн». Она содержит сведения, собранные на основе отчетов, представленных в SEC более чем 11 тыс. открытых акционерных компаний. База данных не предусматривает подразделения компаний с точки зрения предложения их акций на бирже или нахождения в руках отдельных собственников. В ней также предусмотрена система поиска на базе кодов SIC, местонахождения компании, ее размера и других параметров.
- База данных Standard & Poor's Corporate Descriptions предлагается как в режиме «он-лайн», так и на компакт-дисках. В ней содержатся финансовые данные, сведения о роде деятельности и другая информация примерно о 12 тыс. открытых акционерных компаний.
- Аналогичная база данных Moody's Corporate Profiles, также предлагаемая в режиме «он-лайн» и на компакт-дисках, содержит описание и финансовые данные примерно 10 тыс. открытых компаний. База данных обновляется на еженедельной основе.
- Онлайновая база данных Media General Plus содержит финансовую и ценовую информацию о приблизительно 5 тыс. компаний.
- Доступ к онлайновой базе данных Hoovers Company Profiles можно получить как через Интернет, так и через службу CompuServe. В ней содержатся сведения более чем о 7 тыс. публичных и частных компаний США.
- Онлайновый доступ к базе данных Dun & Bradstreet Financial Records Plus можно получить через Dialog или Dow Jones News Retrieval. База содержит информацию более чем о 750 тыс. публичных и частных компаний, собранную на основе представленных ими сведений. Для поиска сопоставимых данных о компаниях пользователю следует воспользоваться кодами SIC. Объем информации по частным компаниям довольно ограничен.

КОДЫ СТАНДАРТНОЙ ПРОМЫШЛЕННОЙ КЛАССИФИКАЦИИ (SIC CODE)

При использовании данных источников информации с целью поиска сопоставимых данных о компаниях, принадлежащих к одной или к смежной отрасли экономики, оценщик чаще всего использует коды SIC. Возможность поиска на основе SIC обеспечивается практически всеми электронными источниками информации об открытых акционерных компаниях.

Тем не менее, необходимо учесть, что система SIC будет изменена. Как ожидается, повсеместный переход открытых и частных компаний на новую систему начнется не ранее 2000 года. На смену старой системе Стандартной промышленной классификации (Standard Industrial Classification — SIC),

которая применяется с 1987 года, придет Система промышленной классификации Северной Америки (North American Industrial Classification System — NAICS). При этом можно ожидать некоторой путаницы, так как некоторые отрасли внедряют нововведения раньше других. В системе NAICS в классификации категории бизнеса или рода деятельности применяется восьмизначный код, в отличие от старого четырехзначного. Учитывая расширение международных связей в большинстве отраслей экономики, новая система упростит сопоставление с системами данных, применяемыми в Канаде и Мексике.

К сожалению, на первых порах возможно лишь ограниченное использование оценщиками новой системы классификации. Статистической информации относительно перехода на новую систему пока явно недостаточно, но в целом известно, что большинство компаний еще не завершило перевод своих баз данных в систему NAICS. В настоящий момент затраты перевешивают преимущества такого перехода, поскольку государственные учреждения, ответственные за сбор статистики с использованием новой системы, сами начали переходить на нее только недавно. Федеральное правительство вряд ли закончит внедрение системы в полном объеме ранее, чем через шесть лет. Бюро переписей Министерства торговли США должно завершить переход к 2001 году, Бюро экономических исследований — к 2002 году, а Бюро статистики труда Министерства труда США — к 2004 году. Так как многие компании используют правительственные статистические источники, они не торопятся с переходом до той поры, пока эта система не начнет работать на государственном уровне.

Другая проблема, беспокоящая оценщиков — это использование данных за прошлые годы в рамках новой системы классификации. Остается неясным, выделит ли государство средства на перевод данных за прошлые годы в новую систему, а если нет, то и компании не будут осуществлять перевод собственных баз данных для сохранения соответствия кодов для всей имеющейся информации.

Сведения о сделках и операциях

Найти данные о сделках и операциях сложнее, поскольку они не предлагаются в сводном виде на одном лазерном диске или одним провайдером информационных услуг. Кроме того, сделки часто заключаются на условии неразглашения их содержания. Вследствие этого найти содержательную информацию по сделкам бывает непросто. Далее приводится перечень различных источников, к которым можно обратиться за получением такого рода данных.

- Securities Data Corporation располагает информацией по слиянию и приобретению компаний, получить которую можно путем подключения к базе данных компании или через Dialog. Информация, полу-

ченная методом прямого подключения, более подробна, чем та, что предоставляется через других поставщиков этой информации. Securities Data Corporation также предоставляет платные услуги по сбору и обработке информации в сфере бизнеса на основе контрактов, заключаемых с клиентами. Такой метод является эффективным способом получения данных, предоставляемых компанией, без необходимости внесения годовой абонентной платы.

- База данных по слиянию и приобретению компаний Mergerstat (подразделение фирмы Houlahan, Lokey, Howard & Zukin) содержит информацию по сделкам и операциям, включая имена или названия компаний покупателя и продавца, номера телефонов, основные данные по оценке, премиальным надбавкам к цене, доходам и выручке покупателя и продавца, а также сведения о сфере деятельности компании, дату объявления, начала и завершения сделки или отказа от нее. База содержит данные по сделкам, начиная с 1992 года. Информацию можно получить через Интернет или в печатном виде.
- Pratt's Stats публикуется Shannon Pratt's Business Valuation Resources. Эта база данных предлагается как на дискете, так и в печатном виде, и обновляется ежеквартально на базе данных Международной ассоциации посредников по купле и продаже бизнеса (International Business Broker's Association). Суммы сделок варьируются от 500 тысяч до 50 миллионов долларов, однако круг сделок, включенных в эту базу данных, не ограничен этими рамками. В базе данных содержатся сведения более чем по тысяче сделок.
- Done Deals Data публикуется World M&A Network. Информация выпускается на дисках ежеквартально. Ее источниками чаще всего служат официальные документы, а не сведения, полученные от посредников. Суммы сделок в базе данных варьируются от 1 млн. до 100 млн. долларов. В базе содержатся сведения более чем по полутысячам сделок.
- Bizcomps составляется Джеком Сандерсом (Jack Sanders), имеющим квалификацию CBA и CBI. Эта база данных ежегодно выходит как на дискете, так и в печатном виде. В ней содержатся данные более чем по 2400 сделкам в сфере малого бизнеса.
- Институт оценщиков бизнеса (IBA) имеет базу данных, составленную на основе документов и информации о сделках, предоставленных членами организации, обладающими реальными сведениями о таких сделках. В базе данных содержатся данные более чем по 11000 сделок, заключенных за последние 15 лет. Данные доступны только для членов организации, однако в ассоциацию может вступить любой желающий.

Оценка доходов

Имеющиеся сведения по оценке доходов компаний дают оценщику возможность определить, следует ли производить корректировку показателей при сравнении показателей частных компаний с сопоставимыми данными по другим компаниям. Такие сведения также помогают обосновать предположения и допущения, принимаемые оценщиком при оценке. Ниже перечислены несколько источников данных по оценке доходов компаний.

- Standard & Poor's PC Plus, предлагаемая на компакт-дисках, содержит оценки доходов приблизительно 5000 компаний, составленные S&P.
- База данных организации Institutional Brokers Estimate (система (I/B/E/S) выпускается на компакт-дисках, предлагаемых компанией Disclosure, а также имеется в сокращенном варианте, получить который можно через CompuServe. Кроме того, существует подписка через Интернет-сайт данной организации (www.ibes.com). База данных содержит финансовую информацию и оценки приблизительно по 18000 американских и канадских компаний.
- Доступ к базе данных Zack's Earnings Estimates можно получить через CompuServe или Dow Jones News Retrieval.
- Value Line Investment Survey выпускается в печатном виде и на компакт-дисках. Ограниченный объем информации можно получить также через CompuServe. База данных содержит финансовую информацию и оценки приблизительно по 1600 компаниям.

Коэффициенты бета

Коэффициент бета, характеризующий изменчивость курса конкретных акций относительно состояния рынка, представляет собой показатель, определяющий уровень риска. Данные по коэффициентам бета можно получить из нескольких источников. Оценщик должен хорошо знать, каким способом пользовались составители базы данных при вычислении коэффициента бета в каждом случае, чтобы объяснить возможные отклонения. Например, необходимо определить, как проводится сопоставление с рынком — с использованием S&P 500, NYSE Composite index (индекса курсов акций Нью-Йоркской фондовой биржи), Russell 2000 или другого индекса фондового рынка. Далее надо определить базу, на которой вычисляется коэффициент бета. Она может составлять данные за неделю, месяц и год. Необходимо также определить период времени, за который собраны сведения (обычно за пять предшествующих лет).

- Компакт-диск PC Plus, выпускаемый Standard & Poor's, содержит текущие и прошлые значения коэффициентов бета для всех компаний, предоставляющих соответствующие данные об операциях с

ценными бумагами. CD-ROM содержит также подробные пояснения по методам вычисления этих коэффициентов.

- Достаточно обширная база данных Tradeline, доступ к которой можно получить через Dialog или Dow Jones News Retrieval, позволяет пользователю производить вычисление коэффициентов бета за различные периоды времени и с использованием различных индексов.
- Обзор Value Line Investment Survey, выпускаемый в печатном виде, является традиционным источником данных по коэффициентам бета.

Отраслевые данные

В процессе исследования и написания материалов по конкретной отрасли экономики необходимо получить ответ на ряд вопросов. Какие нормы используются в отрасли для расчета финансовых показателей и каков в ней уровень заработной платы? Каков общий объем производства в отрасли? Каковы перспективы роста? Какие обстоятельства замедляют рост отрасли? Есть ли в отрасли группа доминирующих компаний, или же наблюдается достаточная фрагментация рынка? Как можно охарактеризовать процессы слияния и поглощения компаний в отрасли? Если наблюдается тенденция к объединению и слиянию компаний, то каковы причины этого явления? Какие обстоятельства препятствуют вступлению новой фирмы на рынок? В какой степени регламентирована деятельность, и как это влияет на текущую деятельность? Что можно сказать о заказчиках и клиентах и каковы тенденции в соответствующих отраслях экономики? Имеются ли иные законодательные предпосылки, способные повлиять на будущее отрасли?

Приводимые ниже источники информации могут быть использованы при поиске ответов на эти и подобные вопросы.

Информация об уровне заработной платы

- База данных Standard & Poor's Execucomp выпускается на компакт-дисках и обновляется ежеквартально. Она содержит информацию об уровне заработной платы и других выплатах в более чем 1500 компаниях. База данных предусматривает возможность поиска по отраслям и отдельным должностным категориям.
- Институт экономических исследований (Economic Research Institute) предлагает базу данных на компакт-дисках Salary Assessor. Она выходит ежегодно и содержит информацию, собранную на основе изучения ставок заработной платы по всей стране. Поиск можно вести по месту расположения, по отрасли и по должностям работников. Есть возможность заключения индивидуального контракта на поиск информации, что сделает покупку компакт-диска ненужной.
- Национальный институт управления в сфере бизнеса (National Institute of Business Management) предлагает аналитический отчет

Executive Compensation Survey Analysis, издаваемый в печатном виде. Данный отчет подготовлен на основе опроса более 600 компаний, проведенного в рамках исследования по изучению ставок заработной платы. Информация разделена по величине дохода; тем не менее, данные, сгруппированные на основе отраслевой классификации, также представлены достаточно широко.

Отраслевые показатели

- Обзор RMA Annual Statement Studies выпускается Robert Morris Associates RMA на дискетах и в виде печатного издания. В нем содержатся общие отраслевые показатели, а также информация об уровне заработной платы в отдельных отраслях. Пользователям информации на дискетах предоставляется возможность поиска данных по заданным географическим регионам.
- Обзор Integra Information's Business Profiler Industry Reports предлагается на CD и в печатном виде, а также в режиме «он-лайн» (www.integrainfo.com). Данный продукт содержит сведения о 3,5 млн. частных компаний, относящихся к 900 отраслям экономики.
- Издательство John Wiley & Sons, Inc. публикует *IRS Corporate Valuation Ratios*. Эта книга и прилагаемая база данных составлены на основе налоговых деклараций, подаваемых в IRS, и содержат показатели более чем 200 промышленных групп.

Общая отраслевая информация

- В 1997 г. издательство McGraw-Hill начало выпускать обзор *U.S. Industry and Trade Outlook*, обновлявшийся ежегодно. Это издание пришло на смену обзору U.S. Industrial Outlook, выпускавшемуся Министерством торговли США, последнее издание которого вышло в 1994 году. В данной книге дается сжатый содержательный обзор основных отраслей экономики с точки зрения внутреннего и внешнего рынка.
- Надежными источниками информации по отраслям экономики могут быть промышленные объединения. Издание Национальной торговой и профессиональной ассоциации США (*National Trade and Professional Association of the United States*) представляет собой ежегодный справочник по отраслевым объединениям. Объединения классифицированы по отраслям с указанием их адресов, телефонов, описания деятельности и масштаба.
- База данных ABI-Inform выпускается на компакт-дисках, а также предлагается в режиме «он-лайн» через Dialog. Она является одним из первых и наиболее известных электронных источников информации по отраслям экономики. Dialog ведет базу данных по статьям в

этой области начиная с 1971 года. Местные библиотеки часто предоставляют постоянным читателям доступ к версии этого продукта на компакт-диске.

- База данных Business Database Plus предлагается службой CompuServe, взимающей за получение к ней доступа достаточно умеренную плату. Данная база данных содержит полный текст публикаций более чем из 750 журналов по бизнесу и торговле, а также информационные бюллетени различных отраслей экономики. К сожалению, материалы за прошлые периоды времени представлены в ней недостаточно.

Заключение

Наличие компьютера и модема может обеспечить оценщику доступ к огромному объему информации, получаемой через Интернет или через службы, предлагающие свои услуги в режиме «он-лайн». Непрерывный рост объема электронной информации предоставляет оценщикам возможность вести поиск документов, содержащих сведения об основных направлениях деятельности компании и отрасли, с большей эффективностью. Тем не менее, некоторые печатные издания остаются источниками ценной информации об отраслях экономики и работающих в ней компаниях и должны сохранить свое место на книжной полке каждого оценщика.

Как связаться с провайдерами информационных услуг

Контакт с многими из поставщиков информационных услуг, упомянутыми ранее, может оказаться весьма полезным. Ниже приводится список телефонных номеров, по которым можно получить более подробную информацию о предоставляемых ими услугах и их стоимости.

Standard&Poor's Corporation	800-221-5277
Disclosure	800-638-8241
Moody's	800-342-5647
Media General	804-775-8000
Hoover's	512-374-4500
Dun&Bradstreet	908-665-5000
Securities Data Corporation	973-662-3100
Mergerstat Review	
(Houlihan Lokey Howard&Zukin)	800-455-8871
Pratt's Stats (Business Valuation Resources)	888-287-8258
Done Deals (World M&A Network)	800-809-0666

Bizcomps (Asset Business Appraisal)	619-457-0366
Institute of Business Appraisers	407-732-3202
I/B/E/S	212-437-8200
Zacks's Investment Research	800-833-0046
Value Line	212-907-1500
Economic Research Institute	800-627-3697
National Institute of Business Management	800-762-4924
Robert Morris Associates	215-446-4170
Integra Information Inc.	800-780-2660
John Wiley&Sons, Inc.	800-825-8763
McGraw-Hill	800-722-4726
National Trade&Professional Association (Columbia Books)	202-898-0662
Dialog	800-334-2564
CompuServe	800-848-8990
Dow Jones News Retrieval	800-369-2834



ЧАСТЬ ВТОРАЯ

ПОДХОДЫ К ОЦЕНКЕ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ



Переработка данных финансовой отчетности

ДЭВИД М. БИШОП (DAVID M. BISHOP)

Читая данную главу, имейте в виду, что я старался избежать излишнего дублирования информации, содержащейся в других главах. В этой связи я рекомендую Вам при знакомстве с данной главой обращаться также к разделам, в которых освещаются вопросы финансового анализа и проведения оценки. Далее, учитывая ограниченность данной главы по объему, следует принять некоторые допущения и другие оговорки, а именно:

1. Мы исходим из того, что речь пойдет об оценке компаний, а не профессиональной практики, хотя многие соображения относятся к оценке бизнеса как первой, так и второй категории.
2. При обсуждении дохода мы сконцентрируем внимание на величине дохода до уплаты налогов (в отличие от величины дохода после налогообложения). Среди компаний закрытого типа распространенными формами организации являются частная собственность, товарищество или S-корпорация. Компании данных категорий с точки зрения налогообложения рассматриваются как индивидуальные налогоплательщики. Между ставками налогообложения для частных лиц существует значительная разница, и поэтому, не зная размер дополнительного дохода, получаемого данным налогоплательщиком вне его компании, нельзя точно определить ставку, по которой должна рассчитываться величина подоходного налога. В то же время величина дохода компании до налогообложения позволяет продавцу, покупателю и их агентам производить сопоставление бизнеса на общей основе. Учитывая все эти соображения, в данной главе мы будем исходить из величины прибыли до налогообложения. Однако при этом важно не упустить из виду тот факт, что каждое лицо может рассматривать различные аспекты налогообложения и другие синергетические факторы с точки зрения личной выгоды, что может повлиять на уровень оценки, производимой в интересах покупателя.
3. Мы рассмотрим основной баланс, отчет о прибыли и убытках и отчет о движении денежного потока (cash flow statement).
4. Мы рассмотрим анализ и корректировку отчетности с целью опреде-

ления обоснованной рыночной стоимости компании при ее продаже (т.е. мы не рассматриваем оценку, проводимую в случае расторжения брака, с целью расчета налога на дарение или наследование имущества, при составлении плана по включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP) или для каких-либо иных целей).

5. Мы будем исходить из анализа 100-процентной доли в компании, у которой имеется один владелец.
6. Мы изучим процесс анализа финансовой отчетности небольших закрытых компаний — компаний, которые недостаточно велики для того, чтобы их можно было сравнивать с практических позиций с публичными компаниями, акции которых котируются на фондовой бирже. В ходе рассмотрения процедуры такого анализа мы постараемся найти ответы на все вопросы «почему» и «как», которые у нас возникнут.

Компания закрытого типа в сопоставлении с открытыми (публичными) акционерными компаниями

Если предмет Вашего анализа является достаточно небольшая компания закрытого типа, то есть у такой компании нет или совсем мало шансов «выпустить» акции на рынок, риск существенных ошибок при проведении анализа значительно возрастает. Закрытые компании этого типа лишены возможности использования некоторых факторов и важных ресурсов, которыми, как правило, пользуются открытые компании, а именно таких факторов, как:

1. Доступ к фондам, образуемым за счет привлечения акционерного капитала.
2. Развитая система управления.
3. Безопасность, проистекающая из диверсификации ассортимента продукции/услуг.
4. Способность преодолеть неблагоприятные местные экономические условия за счет географической диверсификации.
5. Условия конкуренции. В периоды замедления экономического роста, когда более крупные компании сокращают объем производства, небольшие компании сталкиваются с возрастанием конкуренции. Это связано с увольнением из крупных компаний, в результате которых бывшие сотрудники таких фирм организуют свое дело или приобретают небольшой бизнес.
6. Обширная клиентская база. Платежеспособность многих закрытых компаний обеспечивается за счет работы всего лишь с несколькими основными клиентами.

7. Диверсификация инвестиций. В соответствии с Теорией рынка капитала (СМТ) наличие диверсифицированного портфеля ценных бумаг помогает инвестору компенсировать риски, присущие конкретной компании или отрасли.
8. Капиталовложения. Тенденция к отказу от регулярного увеличения материальных активов и их замещения часто приводит к снижению стоимости материальных активов и, соответственно, к увеличению фактора риска. Если бизнес приносит прибыль, это означает увеличение доли дохода, получаемого за счет нематериальных активов, что за счет более высокой предельной ставки процента может несколько компенсировать возросшую степень риска.
9. Объективность выбора при вложении капитала. При принятии решения относительно основания своего дела или приобретения действующей компании закрытого типа, многие предприниматели в значительной степени подвержены влиянию эмоциональных факторов, таких как увольнение с работы, желание приобрести бизнес, род деятельности которого связан с любимым занятием или увлечением, желание обосноваться в конкретном городе и т.д. Такая мотивация редко оказывает влияние на капиталовложения в открытые компании.

Корректировка финансовой отчетности

В целях лучшего понимания мы будем различать два вида бухгалтерской отчетности — финансовые отчеты, подготовленные бухгалтерами, и скорректированную финансовую отчетность. Первый вид — это отчетность, подготовленная бухгалтерами компании, независимо от того, являются ли они внешними сертифицированными бухгалтерами высшей квалификации, простыми бухгалтерами или сотрудниками самой компании (владельцем или другим сотрудником). Второй вид — это отчетность после внесения корректировок в результате проведенного анализа — пересмотренная или скорректированная финансовая отчетность.

Закрытые компании, преследуя при составлении отчетности цель минимизации налогов, сталкивается с двумя отрицательными последствиями:

1. Отчетность, отражающая самую низкую прибыль, возможную в конкретной ситуации, лишает их доверия со стороны банковского сообщества.
2. В силу тех же причин, такая отчетность не производит благоприятного впечатления на потенциальных покупателей.

При пересмотре бухгалтерской отчетности, составленной с целью минимизации налогообложения, задача аналитика состоит в том, чтобы посредством ряда изменений произвести необходимую корректировку отчет-

ности с тем, чтобы она отражала обоснованные, точные данные, относящиеся к стоимости активов в денежном выражении, а также показывала финансовые преимущества конкретной компании.

Помимо того, что бухгалтерская отчетность в первую очередь преследует цель минимизации налогообложения, подход бухгалтеров к ее составлению отличается значительным консерватизмом. Создается впечатление, что бухгалтеры руководствуются принципом: «Лучше пусть последующие события покажут, что мы проявили излишний консерватизм, нежели либерализм». В результате такого подхода данные баланса в большей степени отражают стоимость приобретения активов, а не текущую рыночную стоимость, определение которой и будет являться Вашей задачей в рамках подготовки скорректированной финансовой отчетности.

То обстоятельство, что оценщик бизнеса корректирует бухгалтерскую отчетность, предполагает, что такая отчетность неверна. Разве не для того мы что-либо изменяем, чтобы исправить? Однако изменения, вносимые оценщиком, предполагают не исправление, а лишь смещение акцентов. Обычно бухгалтер работает по поручению клиента, делая все возможное в рамках закона, чтобы снизить налогооблагаемый доход. Оценщик бизнеса, напротив, озабочен не минимизацией налогообложения, а определением обоснованной рыночной стоимости. Следовательно, такие изменения требуются не для исправления, а для переработки данных финансовой отчетности с целью определения рыночной стоимости в противовес балансовой стоимости или другим показателям, при расчете которых преследовалась цель минимизации налогообложения.

Кассовый метод учета в сопоставлении с Методом начислений

Многие небольшие закрытые компании ведут отчетность с использованием Кассового метода учета доходов и издержек на счетах или же модифицированного кассового метода. При анализе и корректировке отчетности предпочтительно использовать Метод начислений. Целью анализа является внесение изменений в отчетность с тем, чтобы она отражала показатели на базе рыночной стоимости, а также уровень фактической прибыли на дату проведения анализа. Отчетность, ведущаяся по Методу начислений, фиксирует активы, пассивы, прибыль и издержки в момент завершения операции (т.е. на тот момент, когда они заработаны или подлежат оплате), а не в момент фактической выплаты или получения, как принято в отчетности, составляемой с использованием Кассового метода. Как правило, при анализе желательно переработать данные отчетности в соответствии с Методом начислений.

По мере ознакомления с данной главой, мы рассмотрим ряд стандартных счетов бухгалтерского баланса, а также те изменения, которые, возможно,

следует внести оценщику бизнеса — как достаточно распространенные, так и встречающиеся не столь часто

Активы

Наличные средства и эквиваленты. Наличные средства включают средства на текущих (бессрочных) счетах и на краткосрочных депозитах (сберегательных вкладах). Эквиваленты представляют собой инвестиционный капитал, который может быть быстро и легко конвертирован в наличные средства.

Дебиторская задолженность включает продажи в кредит, финансируемые компанией. Вы должны ознакомиться с практикой компании в отношении списания безнадежных долгов

Отчисления на покрытие сомнительных долгов. С 1 января 1987 года Налоговое управление США (IRS) запретило компаниям (за исключением некоторых финансовых учреждений) использовать резервы или отчисления для покрытия сомнительных долгов с регулярным списанием средств со счета прибыли на основе оцениваемой величины безнадежных долгов. Списание с прибыли разрешается только в случае признания конкретной задолженности в качестве безнадежной.

Поскольку при корректировке отчетности факторы налогообложения в расчет не принимаются, скорректированный балансовый отчет может содержать данные о резерве на покрытие сомнительных долгов, с отнесением издержек на счет прибыли за отчетный период на основании суммы реализации, подлежащей списанию.

Разовое списание. Если при анализе дебиторской задолженности с разбивкой по ее срокам Вы обнаружите в отчете, составленном по Методу начислений, старый безнадежный долг, Вам следует вернуться к балансу и уменьшить указанную в нем сумму дебиторской задолженности на величину этого долга, занеся эту величину в качестве статьи расхода в скорректированную Вами отчетность за тот год, в котором была произведена соответствующая продажа в кредит.

Отсутствие практики списания задолженности. Некоторые компании предпочитают вести учет дебиторской задолженности без ограничения срока задолженности. (Если отчетность ведется по Методу начислений, это приводит к завышению доходов и активов.)

Списание дебиторской задолженности определенной категории. Некоторые компании используют методику списания определенной катего-

рии дебиторской задолженности, что является теперь обязательным требованием IRS для целей налогообложения. В соответствии с этими требованиями списание конкретной безнадежной задолженности производится в тех случаях, когда ее полное или частичное взыскание признается невозможным. Разбивка дебиторской задолженности по ее срокам показывает, соблюдает ли компания указанное правило, или же указывает неточные сведения с целью увеличения показателя прибыли. В последнем случае произведите соответствующую корректировку.

В соответствии с правилами бухучета в случае возврата задолженности, которая ранее была списана в качестве безнадежного долга, сумма расходов, отнесенных на списание безнадежных долгов за отчетный период, должна быть уменьшена, а прибыль за соответствующий период увеличена. На практике если сумма такого «возмещения» составляет небольшую величину, «взысканные» средства могут быть отражены в разделе «прочие виды дохода» за период, в котором эти средства были в итоге получены.

Важно установить, какой метод списания используется, оценить обоснованность его применения и внести корректировку в соответствующие разделы. Для проверки правомерности используемого компанией метода списания Вам понадобится обсудить политику компании в этой области и произвести сверку отчетности на предмет соответствия принципам этой политики; возможно, Вам также понадобится произвести разбивку дебиторской задолженности по срокам, если этого не было сделано компанией на дату составления баланса или незадолго до этого.

При продаже бизнеса продавец во многих случаях сохраняет дебиторскую задолженность за собой, утверждая, что будет сам заниматься ее получением, в связи с чем Вы можете решить, что нет необходимости заниматься анализом дебиторской задолженности для оценки ее влияния на величину прибыли. После этого покупатель, полагаясь на Ваш скорректированный отчет о прибыли, капитализирует на его основе доходы для определения стоимости компании и приобретает бизнес. Впоследствии новый владелец продолжает продавать товары в кредит тем клиентам, которые пользовались кредитом по открытому счету у продавца, только для того, чтобы впоследствии обнаружить, что получение существенной части средств по этим счетам представляется невозможным. В результате он может заявить, что картина прибыли компании была представлена в ложном свете. Предъявленные претензии будут основаны на утверждении, что в том случае, если бы продавец проявил благоразумие и закрыл счета клиентов, не производящих оплату, а также списал бы соответствующую задолженность как безнадежную, соответственно уменьшив сумму доходов, то величина скорректированной Вами прибыли была бы ниже, и покупатель либо не приобрел бы эту компанию, либо, по крайней мере, капитализировал меньшую прибыль и предложил значительно меньшую цену за компанию.

Товарно-материальные запасы

Сырье. Материалы, приобретенные для использования в процессе производства продукции или услуг, которые еще не были использованы в этом процессе. Могут быть оценены по методу LIFO¹, FIFO², себестоимости или рыночной цены. Их стоимость подлежит корректировке в сторону понижения с тем, чтобы отразить потери в результате порчи, износа, устаревания и истечения срока годности запасов.

Незавершенное производство. Продукция или услуги, подлежащие продаже в будущем, процесс производства которых был начат, но не завершен. Их стоимость должна равняться сумме аккумулированной стоимости сырья и издержек на производственную рабочую силу, а также (в некоторых случаях) накладных расходов, относящихся к данному производству, по состоянию на дату составления баланса. Во многих компаниях бухгалтеры и аналитики обращаются за оценкой данной позиции к руководству компании.

Готовая продукция. Произведенные товары и услуги, готовые к продаже. В случае, если нет оснований ставить под сомнение возможность реализации таких товаров, стоимость готовой продукции будет равняться сумме издержек на ее производство, включая относящиеся к ней накладные расходы, но без учета прибыли.

Если компания пользуется методом LIFO и ее финансовая отчетность была проверена аудитором, стоимость товарно-материальных резервов, установленная по методу LIFO, должна быть указана в примечаниях к аудиторскому заключению. Если аудит отчетности компании не производился, бухгалтер компании должен предоставить необходимую информацию для пересчета данных в соответствии с методом FIFO. Метод FIFO не только повсеместно считается более реалистичным, но и дает более высокие показатели стоимости товарно-материальных запасов и, следовательно, более высокие показатели прибыли.

Если Вы производите сравнение рассматриваемой компании с другими сопоставимыми компаниями, убедитесь, что они пользуются тем же методом оценки товарно-материальных запасов. Учтите, что если Ваша компания использует метод FIFO, то производить ее сопоставление с фирмами, пользующимися методом LIFO, по сути то же самое, что сравнивать яблоки с апельсинами. Учитывая вышесказанное, приведите сравниваемые Вами показатели к общему знаменателю. (Как правило, это возможно, только если Вы используете для сопоставления открытые компании). Также имейте в ви-

¹ Last In — First Out — "последним получен — первым выдан", расходование в обратном порядке — *Прим. переводчиков*

² First In — First Out — "первым получен — первым выдан", расходование запасов в порядке получения — *Прим. переводчиков*.

ду, что сумма, на которую увеличится показатель доходов в результате перевода Вашей компании на оценку по методу FIFO, должна учитываться при расчете прибыли до уплаты налогов

ПРИМЕР: МЕТОД FIFO В СОПОСТАВЛЕНИИ С МЕТОДОМ LIFO

	FIFO		LIFO	
Товарно-материальные запасы на начало периода	30 единиц @ \$200 =	\$6 000	30 единиц @ \$200 =	\$6 000
Закупка	60 единиц @ \$300 =	\$18 000	60 единиц @ \$300 =	<u>\$18 000</u>
Товары готовые к продаже	90	\$24 000	90	\$24 000
Товарно-материальные запасы на конец периода	40 единиц @ \$300 =	\$12 000	30 единиц @ \$200 =	\$6 000
			10 единиц @ \$300 =	<u>\$3 000</u>
				<u>\$9 000</u>
Себестоимость реализованной продукции		<u>\$12 000</u>		<u>\$15 000</u>
Влияние на величину прибыли		+ \$ 3 000		

Расходы будущих периодов. По установившемуся порядку расходы, оплаченные авансом, включаются в раздел «разное» и для целей оценки учитываются по стоимости, указанной бухгалтером. Однако перейдет ли эта статья затрат к покупателю? В закрытых компаниях расходы будущих периодов, как правило, включают такие позиции, как суммы, выплаченные авансом по договору страхования, а также авансы в счет оплаты коммунальных услуг или аренды. При продаже бизнеса путем продажи активов компании эти расходы чаще всего возмещаются продавцу при завершении сделки. Если Вы производите оценку, исходя из такого предположения, Вам следует удалить статью расходов будущих периодов из скорректированного балансового отчета.

Другие оборотные средства. Проанализируйте и при необходимости внесите изменения.

Задолженность акционеров. В процессе корректировки отчетности данная статья часто исключается из суммы активов. И действительно, ведь в случае погашения задолженности самому себе или собственной компании никаких изменений с экономической точки зрения не происходит. Продавцы редко хотят остаться должниками компании — т.е., платить покупателю. (Однако эта ситуация может осложниться, если должник не является единственным акционером компании).

Основные средства. Основные средства представляют собой активы ком-

пании, имеющие срок службы свыше одного года. Для активов этой категории скорее характерна тенденция к ухудшению качества, чем к уменьшению количества. Основные средства включают недвижимость, принадлежности, приспособления, оборудование и некоторые нематериальные активы. Они заносятся в баланс по первоначальной стоимости (т.е. по цене приобретения), которая впоследствии уменьшается на величину начисленного износа с образованием балансовой стоимости (той части расходов, которая еще не была компенсирована за счет уменьшения налогооблагаемой прибыли).

Амортизация. Обратите внимание на используемые в хозяйственной деятельности активы, стоимость которых была полностью списана. Это те активы, стоимость которых уже полностью возмещена за счет амортизационных отчислений. Не имея остаточной стоимости, эти активы не отражаются в бухгалтерском балансе, но с экономической точки зрения они должны иметь определенную ценность, поскольку они все еще используются для производства продукции и получения прибыли от ее реализации. При корректировке отчетности Вам необходимо прибавить их оценочную стоимость к стоимости активов.

При корректировке отчетности амортизация часто рассчитывается на основе равномерного начисления износа (первоначальная стоимость делится на расчетный срок (кол-во лет) полезной службы; при этом расчетный срок службы не обязательно совпадает со сроками, которые периодически устанавливает IRS).

Если в компании имеются какие-либо активы, не используемые в данный момент, или не требующиеся для нужд бизнеса с учетом его структуры на дату проведения анализа, Вам следует рассмотреть возможность уменьшения стоимости таких активов до оцененной Вами «стоимости их ликвидации в установленном порядке», поскольку любая стоимость выше этого показателя является обоснованной только в том случае, если активы используются для производства продукции, предназначенной для продажи и получения прибыли. Так как данный вид активов не участвует в производстве прибыли, в проводимой Вами оценке ликвидационная стоимость этих «ненужных» активов может быть прибавлена к сумме капитализированного дохода. Имейте также в виду, что если при продаже компании часть ее активов, необходимых для поддержания производства прибыли, не включена в список активов, подлежащих продаже, стоимость приобретения таких активов должна быть аналогичным образом вычтена из суммы капитализированного дохода. Помните, что мы исходим из того, что нами производится анализ 100-процентной доли в бизнесе.

Недвижимость. Если недвижимость является частью активов анализируемого бизнеса, важно определить воздействие стоимости такого имущества на показатели скорректированного баланса. В этой связи, как правило, не-

необходимо рассмотреть следующие вопросы:

1. Собирается ли владелец продавать недвижимость вместе с компанией? Если это так, то Вам потребуется определить ее обоснованную рыночную стоимость и произвести соответствующую корректировку балансовой стоимости недвижимости в скорректированном балансе. (Для этого может потребоваться проведение отдельной оценки компетентным оценщиком недвижимости).
2. Если владелец не намерен продавать недвижимость данному покупателю вместе с компанией, удалите данные по учету недвижимости из раздела активов компании, заменив их арендной платой из расчета текущих рыночных ставок аренды. Получите подтверждение владельца, что он будет взимать с покупателя арендную плату на основе рыночных ставок (в противном случае, если бизнес будет продан при условии начисления арендной платы по ставкам выше рыночных, показатель прибыли может оказаться завышенным).
3. Большинство закрытых компаний не имеют права собственности на недвижимость, находящуюся в их пользовании; поэтому большая часть информации по сравнительным коэффициентам, которую Вы, возможно, будете использовать, должна быть основана на данных, учитывающих отсутствие права собственности на недвижимость. Если Вы в ходе анализа будете учитывать данные о недвижимости без учета отсутствия права собственности на нее, это приведет к искажению показателей Вашей компании, и, как следствие, приведет к тому, что большая часть проанализированных Вами сравнительных показателей не будет представлять никакого смысла.

Нематериальные активы. Стоимость любых нематериальных активов базируется на их способности приносить прибыль. Анализ таких активов необходимо проводить отдельно для каждого конкретного случая.

- Патенты и авторские права. Срок охраны патентов составляет 17 лет. Авторские права подлежат защите на протяжении жизни автора и в течение следующих 50-ти лет. Обычно такие активы учитываются в балансе по первоначальной стоимости, которая редко соответствует их текущей рыночной стоимости.
- Договора франшизы. Учитываются по первоначальной стоимости, которая зачастую амортизируется (частично списывается) на протяжении срока их действия. Нередко стоимость таких договоров может быть скорректирована для приведения ее в соответствие с рыночными условиями путем определения стоимости замещения за вычетом амортизации, рассчитанной на дату корректировки. Проанализируйте договор в отношении предусмотренных лицензионных платежей после переуступки, самой возможности переуступки договора и т.д.

Необходимо также учесть право первой покупки, принадлежащее предприятию, заключившему договор франшизы с продавцом.

- Гудвилл («неосязаемые активы»). «Гудвилл» редко отражается в бухгалтерском балансе в качестве статьи активов. Исключение составляют случаи, когда компания приобрела «гудвилл» в результате сделки. В последнем случае аналитик обязан установить, обладает ли компания данными «неосязаемыми активами» на дату оценки, и если да, то какова их стоимость на дату оценки. Данный анализ обычно приводит к внесению изменений в стоимость «гудвилл», отраженную в балансе.
- Соглашение об обязательстве не участвовать в конкуренции. Если подобные договора, заключенные ранее, отражены в балансе, следуйте порядку действий, предпринятых при корректировке стоимости приобретенных «неосязаемых активов» («гудвилл»). Определите стоимость договоров, если таковые имеются, на дату оценки, и соответственно скорректируйте их стоимость, отраженную в балансе.
- Договора о предоставлении управленческих или консалтинговых услуг (и подобные им). См. «Соглашение об обязательстве не участвовать в конкуренции» — порядок действий почти такой же.

Пассивы

Кредиторская задолженность. Как правило, при проведении анализа в расчет принимается величина кредиторской задолженности, указанная в отчетных документах. Однако, если бухгалтерский учет в анализируемой Вами компании ведется на основе Кассового метода, ряд обязательств — например, по расчетам с поставщиками, по выплате заработной платы и относящихся к ней начислений и др. учитывается на забалансовых счетах. Необходимо установить сумму таких обязательств и внести ее в финансовую отчетность.

Если Вы проводите анализ отчетности, данные которой свидетельствуют об отсутствии у компании задолженности и об оплате продавцом всех обязательств, Вам, тем не менее, следует изучить этот вопрос более внимательно. При ведении бухгалтерского учета по Кассовому методу в случае накопления большого количества документов к оплате, выплаты по которым не производились, прибыль компании может оказаться завышенной. Проверьте все случаи необоснованного сокращения эксплуатационных издержек за период времени, прошедший с момента принятия решения о продаже бизнеса. Продавец может оплатить эти счета в момент завершения сделки, но если они не оплачены в течение анализируемого отчетного периода, это должно привести к завышению прибыли. Я имею в виду показанный уровень прибыли, что

является отдельным вопросом, не зависящим от того, оплатит ли продавец такие обязательства или их возьмет на себя покупатель.

Задолженность акционерам. При переработке данных финансовых отчетов сумма данной статьи пассива обычно принимается за 0. (См. «Задолженность акционеров» в разделе, посвященном анализу активов.) Вряд ли выплата средств самому себе или получение денег от самого себя — или компании, являющейся Вашей собственностью — влечет за собой какой-либо результат с экономической точки зрения. (Если кредитор в данном случае не является единственным акционером компании, решение этой проблемы может представить некоторые сложности).

Векселя к оплате. Их следует разделить на текущие и долгосрочные обязательства. Векселя первой категории подлежат оплате в течение ближайших 12 месяцев; срок погашения векселей второй категории составляет свыше 12 месяцев.

Как правило, при корректировке отчетности данные по векселям к оплате и другим обязательствам могут быть приняты в соответствии с их суммами, указанными в бухгалтерской отчетности. Однако при этом следует обратить особое внимание на обязательства, которые продавец планирует передать покупателю. Если для них предусмотрены благоприятные условия оплаты, в некоторых случаях будет необходимо снизить сумму соответствующих обязательств — если условия их погашения благоприятны в той степени, что часть суммы таких обязательств можно рассматривать как элемент активов. Подобная корректировка может быть произведена аналогично корректировке стоимости находящихся в свободной продаже облигаций, которая производится в случаях, когда номинальная учетная ставка облигации значительно отличается от текущей рыночной ставки. Точно так же следует увеличить стоимость обязательства, если условия его оплаты менее благоприятны по сравнению с рыночными. Однако, если норма процента на сумму средств, необходимых для оплаты векселя, превышает рыночную процентную ставку, то чаще всего, во избежание завышения суммы обязательства в процессе корректировки отчетности, можно сделать допущение, что такое обязательство при использовании нового кредита подвергнется реструктуризации.

Пример: Уменьшение суммы обязательства.

Предположим, что продавец имеет вексель к оплате на сумму 100 тыс. долларов США, обеспеченный недвижимостью, находящейся в личной собственности продавца. Сумма ссуды, выданной сроком на пять лет, включая проценты, полностью погашена в результате ежемесячных выплат, которые при ставке 8 процентов составляли 2027,64 доллара в месяц. Если покупатель может взять на себя это обязательство (при этом должно отсутствовать условие, в соответствии с которым кредитор имеет право потребовать не-

медленного погашения кредита, если залоговая собственность продана), в случае, если процент по новой ссуде в размере 100 тыс. долларов составит, скажем, 13 процентов, оно будет частично содержать элемент акционов. В этом случае ссуда на сумму в 100 тыс. долларов будет иметь рыночную стоимость около 89100 долларов. Уменьшение суммы этого обязательства в результате корректировки баланса позволяет увеличить чистую стоимость капитала компании продавца примерно на 11 тыс. долларов.

При использовании калькулятора марки «Hewlett-Packard 12-C» основными вычислительными операциями будут следующие:

\$100,000	PV
5g	N
8g	i
Расчет платежа (pmt)	Результат: \$2,027.64
Изменения:	
13g	i
Расчет текущей стоимости (PV)	Результат: \$89,114.97 (округлен до \$89,100)

Гарантийное обслуживание

Производитель, предоставляющий гарантию на свою продукцию или услуги берет на себя обязательство по оплате расходов на обеспечение гарантийного ремонта реализованных изделий. Зачастую это обязательство учитывается на забалансовых счетах, поскольку закрытые компании предпочитают не вносить сумму такого обязательства в баланс, за исключением расходов на материалы и оплату труда, учитываемых по факту выполнения гарантийных работ.

Однако при корректировке финансовой отчетности в процессе продажи бизнеса имейте в виду, что клиенты, ранее купившие продукцию или пользовавшиеся услугами компании, будут ожидать от покупателя выполнения гарантийных обязательств. В этом случае покупатель будет нести расходы на материалы и оплату труда, затраченного на выполнение гарантийного ремонта товара, доход от продажи которого был получен продавцом. Гарантийные обязательства должны быть оценены и отражены в скорректированном балансе в качестве потенциального (условного) обязательства. Даже если продавец производит оплату по всем обязательствам компании, и Вы проводите корректировку отчетности, не содержащей задолженности, гарантийные обязательства не следует автоматически исключать из анализа без надлежащего изучения данного вопроса.

Если продавец согласен с необходимостью передачи гарантийных обязательств покупателю при продаже компании, можно воспользоваться несколькими способами учета таких обязательств. Чаще всего используются следующие два способа:

1. Определите сумму, которую следует зарезервировать для выполнения гарантийных обязательств, и уменьшите стоимость компании на эту сумму. В этом случае покупатель принимает на себя выполнение всех будущих гарантийных обязательств.
2. Определите сумму гарантийных обязательств с целью создания продавцом фонда для покрытия стоимости выполнения таких потенциальных обязательств, средства которого будут использоваться для оплаты расходов на гарантийный ремонт. Продавец должен выделять дополнительные средства по мере необходимости до тех пор, пока не истечет срок всех гарантийных обязательств на товары, реализованные до момента продажи компании.

Если производитель берет на себя обеспечение материалами и расходы на заработную плату персонала, выполняющего гарантийный ремонт, корректировки отчета о прибыли и убытках не требуется, поскольку расходы на материалы и оплату труда относятся в нем на затраты по мере использования. Однако если производитель оплачивает работу, выполняемую уполномоченными гарантийными мастерскими, и соответствующие издержки не были отражены в качестве статьи расхода, следует скорректировать отчет о прибыли и убытках на сумму таких затрат.

Некоторые дистрибьюторы и дилеры выполняют гарантийный ремонт продаваемой ими продукции на условиях возмещения производителем расходов на запчасти и оплату труда (например, автодилеры, дистрибьюторы бытовых приборов). Гарантийные обязательства таких дистрибьюторов и дилеров перед клиентами могут рассматриваться как статья активов — если предположить существование нормы прибыли для гарантийных работ.

Собственный капитал

Здесь речь идет о счетах, используемых для определения суммы активов за вычетом обязательств. Сумма собственного капитала компании и обязательств представляет собой активы компании. Однако величина активов (балансовой стоимости активов, чистых активов компании, собственного или акционерного капитала) может быть как отрицательной, так и положительной, в зависимости от того, что составляет большую величину: пассивы или активы компании.

Акционерный капитал

При образовании акционерного общества (корпорации) акционерным капиталом называют чистые активы компании (сумму активов за вычетом обязательств). Обычно его подразделяют, как минимум, на следующие 3 катего-

рии:

- *Обыкновенные акции.* Их общая стоимость равна числу выпущенных и находящихся в обращении акций, умноженному на номинальную стоимость одной акции.
- *Оплаченная часть акционерного капитала.* Общая сумма, внесенная в общество акционерами сверх номинальной стоимости.
- *Нераспределенная прибыль.* Совокупная прибыль за вычетом совокупных убытков за весь срок деятельности общества.

Условные активы и обязательства

Эти статьи часто не учитываются в балансе, т.е. являются «забалансовыми». В качестве примера «забалансовых» активов можно привести «гудвилл». Агенты, занимающиеся куплей и продажей компаний, зачастую считают необходимым проведение оценки «гудвилл» в качестве статьи активов, обладающей стоимостью. Если стоимость «гудвилл» может быть подтверждена, она будет представлять собой «забалансовую» статью активов. Это как раз и есть тот вопрос, который мы рассматриваем в данной главе: процесс определения имеющихся активов и пассивов, обладающих стоимостью, но не отраженных в балансовом отчете.

Условные обязательства включают следующие статьи: потенциальную задолженность в тех случаях, когда компания выступает не заемщиком, а гарантом по ссудам; обязательства, которые могут возникнуть на основе судебного решения по делам, находящимся в судопроизводстве, или предполагаемые обязательства; обязательства, связанные с соблюдением законодательных норм (я полагаю, что значение данной категории обязательств будет возрастать по мере расширения законодательной базы в области охраны окружающей среды); текущие обязательства по пенсионному обеспечению (обязательства по программам пенсионного обеспечения и аналогичным программам не всегда представляют собой настоящие обязательства с экономической точки зрения; следует проанализировать эти программы, их назначение и состав участников).

Определение конкретной суммы таких обязательств зачастую вызывает определенные затруднения вследствие их условного характера. Скажем, если бы был заранее известен исход судебного процесса (какая сумма будет назначена судом), сторонам не пришлось бы рассматривать дело в судебном порядке. Аналитик должен определить такие обязательства и оценить их сумму, а также возможное влияние на показатели скорректированного финансового отчета. Даже если сумма не может быть определена, в большинстве случаев влияние таких обязательств на показатели отчета (в сторону увеличения или уменьшения) достаточно очевидно, что может быть отражено в Вашем отчете в разделе допущений и ограничивающих условий.

Отчет о прибыли и убытках

Отдельные детали, указываемые в бухгалтерских отчетах о прибыли и убытках, в различных компаниях могут отличаться, однако в целом такие отчеты, как правило, содержат основные статьи, перечисленные в Таблице 10.1.

В процессе анализа и корректировки отчета о прибыли и убытках закрытых компаний и профессиональных практик, в большинстве случаев последним этапом вычислений является расчет чистой прибыли от основной деятельности (операционной прибыли) до уплаты налогов.

Доход (выручка от реализации)

Для расчета дохода компаний, в которых система бухучета ведется как на основе Кассового метода, так и Метода начислений, используется следующая методика:

Сумма налога с продаж, удержанного компанией с клиентов, не должна включаться в объем выручки от реализации. В противном случае, если эта позиция одновременно не относится на расходы, создается ложное представление о более высоком объеме продаж и прибыли. Если налог с продаж отражен в отчете о прибылях и убытках, при корректировке отчетности удалите его (хотя, возможно, его следует отразить в балансовом отчете в качестве текущих накопившихся обязательств).

Таблица 10.1 Типичный сводный отчет о прибыли и убытках

Прибыль от продажи товаров или услуг	\$ 1 000 000
Минус: себестоимость реализованных товаров и услуг	550 000
Валовая прибыль	\$ 450 000
Минус: эксплуатационные издержки (общефирменные и управленческие расходы)	320 000
Чистая операционная прибыль	\$ 130 000
Прочие виды дохода/издержек (не связанных с основной деятельностью)	10 000
Чистая прибыль до уплаты налогов	\$ 140 000
Минус: подоходный налог (федеральный налог и налог штата)	47 000
Чистая прибыль после уплаты налогов	\$ 93 000

Валовая выручка от реализации	\$ 1 050 000
Минус: возврат товаров и скидки	50 000
Чистая выручка от реализации/доход	\$ 1 000 000

Себестоимость реализованной продукции

Эта группа издержек отражает прямые затраты на производство реализованных товаров или услуг. Как правило, эти прямые затраты ограничиваются: (1) издержками на производственную рабочую силу и (2) стоимостью ос-

новых материалов. В некоторых случаях сюда также включают расходы на доставку материалов и стоимость субподрядных (не произведенных самой компанией) работ и компонентов. В прямые затраты также иногда включается соответствующая доля накладных расходов.

Будьте внимательны при проверке транспортных расходов на доставку материалов, которые могут быть отражены дважды путем их учета в строке «закупки» в разделе учета себестоимости реализованных товаров, и повторного отражения в качестве отдельной статьи эксплуатационных расходов в строке «плата за перевозку грузов», следующей за графой валовой прибыли. Такие двойные учетные записи, обнаруженные в процессе анализа, следует исключить из отчетности, что даст соответствующее увеличение показателя прибыли.

Необходимо определить методику, которая была использована при оценке товарно-материальных запасов, и если использованный метод оценки не отражает рыночную стоимость запасов, произведите соответствующую корректировку (см. «Товарно-материальные запасы» в разделе «Активы»).

Товарно-материальные запасы на начало учетного периода	\$200 000
Закупки в учетном периоде	<u>400 000</u>
Товары, готовые к реализации	\$600 000
Минус: товарно-материальные запасы на конец учетного периода	<u>300 000</u>
Себестоимость проданных товарно-материальных запасов	300 000
Производственная заработная плата	200 000
Стоимость субподрядных работ и материалов	<u>50 000</u>
Себестоимость реализованной продукции	<u>\$550 000</u>

В результате пересчета стоимости товарно-материальных запасов в соответствии с методом FIFO, показатель себестоимости реализованной продукции уменьшился на 15 тыс. долларов, а показатель прибыли соответственно увеличился на эту сумму.

При инвентаризации товарно-материальных запасов по окончании года, особенно если в этом году компанией была получена высокая прибыль, вла-

	Метод ЛИФО	Разница между методами	Метод ФИФО
Товарно-материальные запасы на начало учетного периода	\$ 200 000	\$ 50 000	\$ 250 000
Закупки	<u>400 000</u>		<u>400 000</u>
Товары, готовые к реализации	\$ 600 000		\$ 650 000
Товарно-материальные запасы на конец учетного периода	<u>300 000</u>	65 000	<u>365 000</u>
Себестоимость реализованной продукции	\$ 300 000		<u>\$ 285 000</u>
Воздействие на показатель прибыли			+\$ 15000

делец может предпринять энергичные меры, направленные на снижение стоимости товарно-материальных запасов, поскольку чем меньше уровень товарно-материальных запасов на конец учетного периода, тем выше себестоимость реализованной продукции и ниже валовая и чистая прибыль.

Часто в процессе анализа отчетов о прибыли и убытках за несколько лет необходимо учесть эти факторы. Если в текущем, успешном году отражена необычно низкая себестоимость реализованной продукции, ее можно скорректировать для приведения в соответствие с показателями предыдущих лет. Такую корректировку следует производить только тогда, когда нет указаний на то, что себестоимость реализованной продукции сохранится на столь же низком уровне и в будущем.

Заработная плата владельца

В целом, если компания не является корпоративной собственностью, заработная плата владельца не отражается в числе расходов предпринимателей, поскольку с точки зрения налогообложения компания и ее владелец представляют собой один объект (для исчисления подоходного налога подается одна декларация). Однако с экономической точки зрения стоимость трудозатрат владельца обоснованно входит в число эксплуатационных издержек и поэтому должна быть включена в скорректированный отчет о прибыли и убытках.

Открытые компании, как правило, оплачивают работу высшего руководства по нормам рынка, в то время как размер заработной платы владельца закрытой компании чаще определяется тем, что может «себе позволить» данная компания без учета реальной ценности оказанных услуг с экономической точки зрения.

В процессе корректировки отчетности размер указанной в ней заработной платы владельца может быть уменьшен или увеличен в зависимости от обоснованности размера заработной платы владельца по сравнению с уровнем оплаты труда сотрудников аналогичной квалификации в компаниях-конкурентах. Если компания представляет собой единоличную собственность, рыночная стоимость труда владельца на самом деле будет выше, поскольку, как мы уже говорили, в некорпоративном бизнесе заработная пла-

та владельца в число издержек не включается. (Будьте внимательны при рассмотрении других должностных окладов, размер которых отличается от рыночных норм (как правило, в большую сторону): заработной платы руководителей, сотрудников, пользующихся расположением владельца, и т.д.)

При корректировке заработной платы/должностных окладов с целью приведения их в соответствие с рыночной нормой нередко следует скорректировать также и сумму начислений и платежей, относящихся к фонду заработной платы. В качестве примера таких издержек можно привести отчисления к владельцу налоги и отчисления (FICA³, SUI⁴, FUTA⁵), а также льготы и пособия, размер которых определяется величиной заработной платы работников, включая пособия рабочим, средства на пенсионное обеспечение и аналогичные льготы и пособия. Эти издержки, которые могут достигать 10 - 15 процентов фонда заработной платы, в случае корректировки заработной платы должны быть скорректированы соответствующим образом. Обратите внимание на то, чтобы уменьшение величины заработной платы, превышающей нижнюю границу доходов, облагаемых FICA, не привело к уменьшению этого налога.

Другие выплаты (компенсации) владельцу

Необходимо произвести корректировку других расходов, которые владелец может производить по своему усмотрению, и которые не считаются необходимыми для деятельности компании. Часто (хотя и не всегда) эти издержки связаны с владельцем компании. Существует много законных льгот и вычетов из прибыли, ведущих к снижению подоходного налога, которые нельзя отнести к необходимым издержкам. Их можно определить, если задать себе следующие риторические вопросы:

1. Является ли данная статья расхода необходимой с точки зрения ведения бизнеса?
2. Была бы предоставлена такая льгота другому руководителю, работающему по найму, помимо владельца? Если ответы на этот и предыдущий вопрос, пусть и с большим допущением, будут положительными, задайте себе вопрос №3.
3. Не завышена ли сумма данной статьи расхода?

Ответив на эти вопросы, Вы сможете решить, стоит ли оставить эти вычеты в отчетности, или же скорректировать их сумму полностью или частично.

К издержкам, которые необходимо рассмотреть в обязательном порядке, относятся премиальные, затраты на программы участия сотрудников в

³ Federal Income Tax — Федеральный подоходный налог — Прим. переводчиков.

⁴ State Unemployment Insurance — Страхование по безработице — Прим. переводчиков.

⁵ Federal Unemployment Tax — Федеральный налог в фонд помощи безработным — Прим. переводчиков.

прибыли предприятия, программы пенсионного обеспечения, командировочные и представительские расходы, затраты на покупку и содержание автомобилей, лодок, яхт, отпускные пособия, оплата членских взносов, страховых и т.д.

Оплата аренды оборудования/транспортных средств

Аренда оборудования и транспортных средств пользовалась прежде большой популярностью. Наряду с другими причинами, это объяснялось порядком их учета в качестве «забалансовой» статьи финансирования. Точнее говоря, сумма ежемесячных арендных платежей частично отражалась в отчете о прибыли и убытках в качестве статьи расходов, однако полная сумма обязательств по оплате аренды в балансе не показывалась.

Текущие нормы учета GAAP требуют отнесения аренды к категории операционной аренды⁶ или капитальной аренды⁷. Разница между этими категориями заключается в объеме льгот и степени риска, связанных с владением арендуемым объектом, которые возлагаются на арендатора. Аренда недвижимости почти всегда относится к категории операционной аренды, в то время как аренда оборудования и транспортных средств определена менее четко. Как правило, имеет смысл задать ряд вопросов бухгалтеру относительно того, как он трактует вопросы аренды, поскольку предполагается, что бухгалтер в своей работе обязан придерживаться норм GAAP. (Прочтите сопроводительное письмо, приложенное бухгалтером к финансовой отчетности.)

При анализе компании, пользующейся такой арендой, стоит изложить условия аренды в Вашем аналитическом отчете и прокомментировать причины, по которым данный вид аренды был отнесен к категории операционной аренды или лизингового финансирования с учетом мнения квалифицированного бухгалтера (CPA). Если компания не пользуется услугами независимого CPA, аналитику следует представить свою оценку.

Если, по Вашему мнению, данный вид аренды, отраженный как операционная аренда, относится к категории лизингового финансирования, Вам следует внести следующие изменения:

1. *Отчет о прибыли и убытках.* Отчет о прибыли и убытках, отражающий полную сумму арендных платежей, должен быть скорректирован таким образом, чтобы в нем отображалась только сумма процентов. Сумма процентов должна быть включена в статью эксплуатационных или иных видов издержек в зависимости от того, на какой основе Вы производите свой анализ — на основе инвестиро-

⁶ Аренда оборудования на сроки значительно меньшие сроков его полезной службы, при котором арендатор несет расходы по техническому обслуживанию оборудования и может вернуть его в любой момент.

⁷ Аренда, которая действительна в течение, по крайней мере, 75% срока полезной жизни актива и позволяет арендатору стать его владельцем в конце срока аренды.

ванного капитала (без долговых обязательств) или собственного капитала.

2. Балансовый отчет. Арендное имущество должно быть включено в баланс в раздел основных фондов на основе Вашей оценки его рыночной стоимости, из которой должна быть вычтена сумма износа. Основная сумма лизинга затем отражается в качестве статьи пассива — иными словами, рассматривается, как если бы соответствующий объект аренды был приобретен, а не арендован.

Аренда помещений

Аренда объектов недвижимости, в которых располагается компания, почти всегда относится к категории операционной аренды. В случае, если арендные платежи отличаются от рыночных ставок, следует произвести соответствующую корректировку. Если владелец бизнеса является владельцем объекта недвижимости, который он сдает в аренду принадлежащей ему компании, то условия такой аренды нельзя рассматривать в качестве коммерческих, и в связи с этим их необходимо тщательно проанализировать. Если у компании прекрасные показатели денежного потока, арендная ставка может быть завышена по сравнению с рыночными ставками; и наоборот, если компания имеет недостаточный объем денежного потока, ставки аренды могут быть ниже рыночных. В результате происходит завышение или занижение размера прибыли.

Я не могу припомнить ни одного случая, когда не потребовалась бы корректировка условий аренды помещений. Некоторые аналитики считают, что если аренда на базе более низкой ставки, по сравнению с рыночной, переходит к покупателю на столь же льготных условиях, нет необходимости вносить корректировку. Эта точка зрения основана на том, что стоимость аренды ниже рыночной приводит к увеличению размера прибыли, отраженного в отчете о прибыли и убытках. Это утверждение само по себе верно, но я не согласен с тем, что в этом случае корректировка не требуется. Первоочередной задачей составления скорректированного отчета о прибыли и убытках является определение потока дохода (прибыли), который может быть капитализирован в качестве показателя стоимости бизнеса. Процесс капитализации прибыли предполагает, что поток доходов будет постоянным. Доля прибыли, относящаяся к пользованию арендой на базе арендной ставки ниже рыночной, имеет ограничение по срокам и не имеет постоянного характера. Следовательно, сумма арендных платежей должна быть нормирована в соответствии с рыночной ставкой, рассчитанной на основе ставок аренды сходных помещений. Текущая стоимость рентного фактора (дифференциальная рента — земельная рента), который может иметь как положительное, так и отрицательное значение, должна быть отражена в балансе в качестве статьи актива (или пассива). Что касается метода расчета дохода, то указанная текущая стоимость должна быть прибавлена к стоимости дей-

ствующего предприятия.

ПРИМЕР: ПРОЦЕНТНАЯ СТАВКА ФИНАНСИРОВАНИЯ АРЕНДНЫХ ПЛАТЕЖЕЙ

Предположим, что анализируемая Вами компания имеет договор аренды, срок действия которого рассчитан еще на три года, и что в соответствии с договором сумма арендных платежей составляет 2000 долларов в месяц. В результате изучения рынка Вы пришли к выводу, что данная ставка на 500 долларов ниже рыночной ставки аренды аналогичных помещений. Допустим, компания взяла ссуду в банке по ставке «прайм-рейт» плюс два процента, и что ставка «прайм-рейт» на тот момент составляла 11 процентов. Исходя из этих данных, стоимость капитала для данной компании составляет 13 процентов.

При использовании калькулятора марки «Hewlett-Packard 12-C» основными вычислительными операциями будут следующие:

\$500	Pmt.
13g	I
36 (или 3g)	N
Расчет	PV= \$14 839,45

Если бы разбивка цены приобретения была произведена таким образом, что на оплату процентов, начисляемых на сумму финансирования арендных платежей (активы 3 класса), было выделено 14 840 долларов, то покупатель, воспользовавшись рекомендацией консультанта по налогам, имел бы возможность относить на издержки, для вычета из прибыли, 1/36-ую часть суммы равномерно списываемых амортизационных начислений, таким образом соответственно уменьшая сумму налога через возмещение издержек.

Подводя итоги обсуждения приведенного примера, следует отметить, что арендные платежи должны быть скорректированы с учетом рыночных ставок, поскольку таким образом, путем капитализации, Вы делаете постоянным поток доходов, который, как Вы обоснованно полагаете, компания сможет поддерживать, с поправкой на сумму аренды и с учетом рыночной ренты, и прибавляете текущую стоимость непостоянного положительного рентного фактора для расчета «нормированной» прибыли, который ранее не учитывался.

Возможен также обратный вариант. Если взимаемая ставка аренды выше рыночной, Вы, тем не менее, можете скорректировать ее в соответствии с рыночными условиями, а затем, как и в предыдущем случае, рассчитать текущую стоимость части арендной платы, составляющей превышение рыночных норм, и вычесть ее из оценки стоимости, рассчитанной Вами посредством капитализации «нормированного» потока прибыли.

Амортизация

Амортизационные начисления уже были скорректированы в балансе компании. Теперь необходимо отразить соответствующие показатели за отчетный период в отчете о прибыли и убытках. Задача данной процедуры состоит в том, чтобы отразить реальное положение вещей с экономической точки зрения, а именно отразить сумму амортизационных начислений, которая представляется обоснованной с точки зрения уменьшения стоимости активов с учетом износа за период их эксплуатации, интенсивности их использования, а также с учетом устаревания в связи с развитием технологии.

Некоторые агенты/аналитики при анализе исключают всю амортизацию, утверждая, что она является частью прибыли. По моему мнению, эта точка зрения в большинстве случаев является необоснованной. Амортизацию можно рассматривать как часть денежного потока или как некую разновидность дискреционных расходов — все зависит от того, какое определение Вы дадите использованному термину. С точки зрения стоимости важно то, что используемые в бизнесе активы имеют ограниченный срок полезной службы. Срок использования активов не может быть четко ограничен, но он, тем не менее, имеет предел и, следовательно, снижение стоимости активов является очевидным фактом. Не учитывать фактическую величину износа — значит игнорировать экономические принципы.

Некоторые аналитики в качестве альтернативы амортизации предлагают создание резерва для покрытия затрат на замену и приобретение активов. Это все хорошо, но дело не в названии: главное — признать факт снижения стоимости активов и произвести учет ориентировочного значения такого снижения.

Затраты на выплату процентов

Многие аналитики относят затраты на выплату процентов к стоимости капитала, а не к эксплуатационным издержкам, полагая, что наличие или отсутствие задолженности не оказывает существенного влияния на деятельность компании. Такой подход означает, что данные о затратах на выплату процентов могут быть перемещены в отчете о прибыли и убытках ниже — в раздел «прочие доходы/издержки», которые учитываются после операционной прибыли, капитализируемой при оценке стоимости компании.

Кроме того, если в соответствии с Вашим заданием Вы проводите анализ сделки по продаже бизнеса, исходя из отсутствия задолженности у компании на момент продажи, или исходя из предположения, что продавец произведет оплату всех обязательств компании, Вы можете исключить все затраты на выплату процентов, приведя в примечаниях к Вашему отчету оговорку об отсутствии задолженности.

Такой подход имеет еще одно преимущество. В этом случае покупатель может рассматривать бизнес в качестве, так сказать, операционной «базы» и вычесть из этой «базы» все затраты на выплату процентов в размере, оп-

ределяемом объеме заемных средств, который покупатель планирует использовать. (Такая корректировка может быть произведена на основе рассмотрения различных вариантов использования заемного капитала).

Решение этого вопроса может быть различным в зависимости от выбора метода оценки на основе используемой модели — модели инвестированного или собственного капитала.

Неучтенные издержки

До сих пор мы рассматривали издержки, включенные в бухгалтерский отчет о прибыли и убытках, с целью определения тех издержек, которые нуждаются в корректировке для учета на основе рыночной стоимости. Нередко в компаниях существуют издержки, которые не включаются в отчет о прибыли и убытках, но, тем не менее, должны бы быть в него включены. Такие затраты и издержки следует проанализировать и, при необходимости, включить в отчет в качестве статьи расходов.

В закрытых компаниях, особенно тех, которые представляют собой некорпоративную собственность, самым распространенным примером неучтенных издержек является выплата заработка и компенсаций владельцу. Как уже упоминалось, с учетом процедуры налогообложения, а также с целью увеличения объема денежного потока, отчет о прибыли и убытках в таких компаниях не отражает рыночную стоимость трудозатрат владельца. Тем не менее, трудовой вклад владельца компании в ее деятельность должен быть оценен с отражением соответствующего рыночного эквивалента в качестве статьи издержек компании.

Давайте рассмотрим некоторые виды издержек, которые могут быть выявлены на момент окончания учетного периода, но, возможно, не отражены в промежуточном отчете о прибыли и убытках компании, составленном по Кассовому методу учета.

Задолженность по заработной плате

Заработная плата (включая комиссионные, премиальные и другие виды вознаграждения), причитающаяся работникам в качестве оплаты труда за отчетный период, может быть не отражена в отчетности компании, если учет ведется на основе Кассового метода и обычный день выплат приходится на другой отчетный период. Например:

Обычно заработная плата в компании выплачивается за время, отработанное с 1 по 15 число и с 16 числа по конец месяца. Т.е. в году насчитывается 24 оплачиваемых периода и 24 дня выплаты заработной платы. День выплаты заработной платы наступает, однако, через несколько дней после окончания соответствующего оплачиваемого периода. Дела у компании в этом году шли хорошо. Поскольку учет в ней ведется с использованием Кассового метода, заработная плата учитывается в момент ее выплаты. Обычно день платежа наступает в один из первых дней следующего меся-

ца Соответственно, расходы по выплате заработной платы за период с 16 по 31 декабря также учитываются в начале следующего месяца, т.е. в новом году и, соответственно, в следующем учетном периоде. Чтобы снизить налогооблагаемую прибыль, компания решает выплатить заработную плату за вторую половину декабря (с 16-го по 31-е число) 31 декабря. В результате в данном году насчитывается 25 платежных дней. В этом случае расходы на оплату труда работников могут быть скорректированы без учета этой последней выплаты зарплаты. (Внимательно проверьте, какое влияние это окажет на показатели предыдущего и последующего года; в частности, проверьте, производила ли компания такую же выплату в прошлом году? Если это так, то за исключением разницы между суммами фонда заработной платы, которая может быть достаточно несущественной, эти выплаты могут взаимно компенсироваться).

Данная корректировка может быть произведена другим способом. Давайте перенесем фонд заработной платы за анализируемый период на будущий год. Поскольку заработная плата, как было сказано в предыдущем параграфе, была выплачена в конце предыдущего года, январь следующего года будет насчитывать только один день платежа (выплата, обычно производившаяся в начале января, была произведена 31 декабря предшествующего года, чтобы добиться снижения суммы налога на прибыль компании за истекший год.) Теперь же, в конце декабря следующего года, который не был столь же удачным, компания решает не выплачивать заработную плату за период с 16 по 31 декабря досрочно, до обычного запланированного дня платежа в начале января. В результате расходы на оплату труда в этом году составят сумму только 23-х выплат заработной платы. Таким образом, эти расходы не будут включать сумму заработной платы, относящуюся к продажам в одном из 24 оплачиваемых периодов, составляющих полмесяца каждый.

Премияльные по результатам года и аналогичные виды вознаграждения, которые могут выплачиваться как в течение отчетного года, так и после его окончания (как правило, вследствие использования различной налоговой стратегии), также могут оказывать значительное влияние на показатель прибыли в данном учетном периоде. В таких случаях следует произвести анализ и корректировку данных с использованием методики, использованной при анализе и корректировке суммы регулярных выплат заработной платы.

Безнадежные долги

В соответствии с нормами бухгалтерского учета по Методу начислений, при осуществлении продаж необходимо предусмотреть возможность того, что определенная часть задолженности по оплате продажи в кредит не будет возвращена. С учетом такой возможности в балансе предусматривается резерв на покрытие сомнительных долгов для возмещения соответствующей суммы дебиторской задолженности.

На практике некоторые закрытые компании не учитывают задолженность в качестве безнадежного долга до тех пор, пока она не будет установлена в качестве такового, а после этого просто сокращают размер дебиторской задолженности в балансовом отчете, оставляя без изменений отчет о прибыли и убытках, что приводит к завышению прибыли.

Сумма, на которую должна быть скорректирована сумма безнадежных

долгов, может быть рассчитана путем анализа соотношения безнадежной задолженности и доходов компании за прошлые периоды. Для этого можно проанализировать проводки, сделанные с целью уменьшения суммы дебиторской задолженности. Возможно, потребуется также произвести анализ дебиторской задолженности с разбивкой ее по срокам. Задачей такого анализа является оценка отношения суммы безнадежных долгов к общему объему продаж или объему продаж в кредит. Затем необходимо внести в скорректированный отчет о прибыли и убытках за отчетный период сумму издержек, понесенных в связи с безнадежной задолженностью, в размере рассчитанного отношения. Аналитик также должен знать показатели безнадежных долгов для данной отрасли, выраженные в виде процента от объема продаж, и определить причины существующих различий между соответствующими показателями рассматриваемой компании и отрасли в целом (если такие различия существуют).

Отсутствие страховки или недостаточное страховое покрытие

Некоторые аналитики считают, что страховые взносы не должны учитываться в числе издержек. Другие полагают, что выбор схемы страхования представляет собой управленческое решение, и что эти расходы на страхование не должны учитываться в процессе анализа показателей компании. При проведении анализа Вам придется самому принять решение о необходимости внесения поправок с учетом таких расходов. Если компания не пользуется системой страхования, в то время как Вы считаете, что оно необходимо, рассчитайте размер страхового взноса и отразите результат в разделе эксплуатационных расходов. (По моему мнению, если Вы полагаете, что отсутствие страхования ставит под угрозу успешное развитие компании, предпочтительнее использовать такой метод корректировки, а не пытаться учесть данный фактор при расчете нормы капитализации).

Неизбежные изменения

Если на дату проведения анализа в компании произошли какие-либо существенные изменения, или же стало известно о предстоящих неизбежных изменениях, которые окажут значительное влияние на размер выручки и прибыли, то в Вашей оценке активов и/или прибыли на основе скорректированных показателей необходимо учесть все вытекающие последствия. К таким изменениям можно отнести отсутствие сырья или переход крупного клиента или руководителя отдела продаж к конкуренту. Некоторые изменения происходят постоянно, в процессе обычной деятельности компании. Мы же рассматриваем только значимые и неизбежные изменения, в отношении которых можно с определенностью сказать, что в будущем они окажут существенное негативное или позитивное влияние на работу компании. Занимаясь нормированием доходов компании, постоянно помните о следующем:



никогда нельзя утверждать с полной уверенностью о наличии причин и обстоятельств, которые могли бы дать основание считать, что воздействие какого-либо фактора исчезнет в будущем. Если Вы обладаете определенной информацией о каких-либо существенных изменениях в будущем, и Вы не внесете соответствующую поправку, Вам будет трудно произвести нормирование прибыли. Все оценки основаны на будущих ожиданиях и прогнозах.

В качестве отступления я бы добавил, что поскольку Вы являетесь специалистом, занимающимся анализом или оценкой компании по состоянию на определенную дату в прошлом, то поиск неизбежных будущих изменений не входит в Ваши обязанности, но принять во внимание все уже известные обстоятельства Вы обязаны.

Если на дату проведения оценки нет никаких сведений или обоснованных предположений о неизбежных изменениях, но Вам станет известно о них до завершения Вашего задания на оценку, наличие таких сведений не должно повлиять на скорректированные Вами показатели отчетности или на результаты Вашего заключения об оценке стоимости компании. Вашим заданием является определение всех показателей по состоянию на определенную дату (как если бы часы были переведены назад). Следовательно, Вы не можете обладать никакой другой информацией помимо той, что была известна на тот день. В то же время, Ваш отчет об оценке также будет датирован определенным числом. В «реальном мире» нельзя полностью игнорировать определенные неизбежные изменения. По моему мнению, хотя такие факторы и могут быть не включены в окончательную оценку стоимости, они имеют существенное значение. Если Вам стало известно о предстоящих изменениях, Вы обязаны тем или иным образом сообщить об этом Вашему клиенту. В зависимости от серьезности своих опасений, оценщик должен упомянуть в дополнении к отчету, в сопроводительном письме, или же в устной форме (в зависимости от обстоятельств) о любых неизбежных изменениях, о которых стало известно в период с даты, на которую проводился анализ, до даты предоставления отчета.

Отчет о движении денежного потока

В соответствии с Положением о стандартах финансового учета (Statement of Financial Accounting Standards) № 95 от 15 июля 1988 года, изданного Управлением по стандартам финансового учета (Financial Accounting Standards Board), отчет о движении денежного потока должен включаться в состав стандартной финансовой отчетности компании, заменив отчет об изменениях в финансовом состоянии (statement of changes in financial position). Отчет о движении денежного потока предназначен для того, чтобы лицо, знакомящееся с финансовой отчетностью компании, получило представление о сводных данных по источникам денежных средств компании и их использовании.

Поступающие и исходящие денежные потоки подразделяются на три группы:

1. Денежные потоки от хозяйственной деятельности. Первой строкой данного раздела является сумма чистой прибыли за отчетный период, которая может быть как положительной, так и отрицательной величиной. К ней прибавляется величина всех денежных потоков, которые не являются результатом деятельности в рамках двух других групп.
2. Денежные потоки от финансовой деятельности. Они включают получение средств из источников финансирования, их возврат, в т.ч., выплату прибыли на инвестированный капитал и возврат инвестированных средств, заем, погашение основной суммы займа, а также другие виды долгосрочных кредитов.
3. Денежные потоки от инвестиционной деятельности. Сюда входит предоставление ссуд, получение ссуд, выданных компанией, покупка и продажа инвестиционных ценных бумаг, покупка имущества (как индивидуальной собственности, так и недвижимости), которое будет использоваться в производстве продукции или услуг компании (за исключением материалов, включаемых в состав товарно-материальных запасов компании).

Отчет о движении денежного потока может быть особенно полезен при анализе ликвидности и оценке потребности компании в капитале. Таблица 10.2 является характерным примером отчета о движении денежного потока.

Заключение

При анализе и корректировке финансовой отчетности Вы в своей работе должны руководствоваться определенными принципами, в т.ч.:

1. Быть объективным, справедливым и беспристрастным. В Вашу задачу не входит выполнение функций адвоката.
2. Предоставлять полную аргументацию вносимых изменений.
3. Разъяснять основания для Ваших изменений.

Некоторые изменения, описанные в данной главе, могут оказаться применимы или неприменимы с учетом конкретного задания. Это зависит от того, предполагается ли продажа активов или продажа акций, использует ли данная компания Кассовый метод учета или Метод начислений, а также от допущений и предположений, касающихся обязательств компании. Напри-

Таблица 10.2 Типичный пример отчета о движении денежного потока компании, находящейся в единоличной собственности

Наличные поступления от хозяйственной деятельности			
Чистая прибыль до налогообложения			\$100 000
Корректировка показателей хозяйственной деятельности			
Начисленный износ	\$15 000		
Расходы по амортизации	\$2 000		
Уменьшение дебиторской задолженности	\$5 000		
Увеличение товарно-материальных запасов	\$11 000		
Увеличение суммы расходов, оплаченных авансом	\$500		
Увеличение кредиторской задолженности	\$1 000		
Увеличение суммы накопившихся обязательств	\$2 500		
Средства, использованные владельцем (кредит владельцу)	<u>-\$50 000</u>		\$10 500
Чистые наличные поступления от хозяйственной деятельности			\$18 500
Денежный поток от финансовой деятельности			
Долгосрочные ссуды	\$50 000		
Погашение долгосрочных ссуд (основной суммы)	<u>-\$24 000</u>		
Чистый денежный поток от финансовой деятельности			\$26 000
Денежный поток от инвестиционной деятельности			
Покупка оборудования	-\$75 000		
Покупка торгового оборудования	-\$12 000		
Продажа оборудования	<u>\$1 500</u>		
Чистые собственные средства, использованные в инвестиционной деятельности			-\$85 500
Увеличение чистых собственных средств			\$10 000
Наличные средства на начало учетного периода (1 января)			\$31 000
Наличные средства на 31 декабря			\$11 000

мер, при продаже активов, при которой продавец оставляет за собой дебиторскую задолженность, анализ такой задолженности и ее разбивка по срокам не всегда необходимы. Однако, если компания не использует в отчете о прибыли и убытках надлежащую процедуру списания безнадежных долгов с прибыли, Вы рискуете завысить величину прибыли. Даже если Ваш продавец оставляет за собой всю дебиторскую задолженность, покупатель имеет право на точную оценку прибыли.

К бесконечности и далее: методы статистической оценки закрытых компаний

Д-р ТОМАС К. СТЭНТОН (DR. THOMAS C. STANTON)

Д-р ДЖОЗЕФ Д. ВИНСО (DR. JOSEPH D. VINSO)

Статистика, более чем какая-либо другая наука, обладает способностью заставить нелепое высказывание прозвучать как глубокая мысль. Вдумайтесь в смысл такого рекламного объявления: «Наши цены на 150 процентов ниже, чем у наших конкурентов!» (На самом деле, мы должны приплачивать покупателям за то, чтобы они покупали наши товары).¹ А как насчет этого: «В Америке оформляется больше разводов, чем заключается браков». (Это так же нелепо, как заявить, что число похорон больше, чем смертность).² Оценщики бизнеса также не застрахованы от подобных ляпсусов. Не приходилось ли Вам встречать такие заявления: «Согласно моей профессиональной оценке, данная компания на протяжении последующих пяти лет будет демонстрировать рост в размере 6 процентов». (По какому показателю? Рост прибыли или объема реализации?) Или: «Коэффициент «бета» данной компании равняется значению данного показателя в отрасли и, по моей оценке, составляет 1» (Коэффициент «бета» Вашей компании никогда и ни за что не будет составлять 1).

Прикрывшись цифрами, абсурд одерживает верх над правдоподобием. Данная глава посвящена рассмотрению вопроса надлежащего применения статистики при оценке закрытых компаний, а также ее использования в качестве вспомогательного средства в ходе судебного разбирательства. При правильном использовании ничто не может оказать более сильного воздействия, чем представление точной статистической информации. При неправильном использовании ничто не способно нанести больший вред. Учитывая, насколько важен вопрос точности, необходимо ввести некоторые ос-

¹ Конкуренты продают свою продукцию по цене 2,50 долл., а мы предлагаем свою по цене 1,00 долл.; следовательно, наша цена на 60 процентов ниже конкурентной.

² Хотя возможно, и даже вполне вероятно, что в течение какого-то периода времени (скажем, месяца) число разводов может быть больше, чем число заключенных браков.

новые определения.

Генеральная совокупность (Population): Вся совокупность данных, представляющих для нас возможный интерес.

Выборка (Sample): Обычно вся информация по генеральной совокупности является слишком громоздкой, поэтому из нее выделяются некоторые репрезентативные элементы, отобранные методом случайной выборки или иным способом. Характеристики этих репрезентативных элементов признаются представительными в отношении характеристик всей генеральной совокупности. Например, мы не можем получить информацию обо всех компаниях (открытых и закрытых) в конкретной отрасли. Вместо этого собирается информация о группе компаний (иногда называемых контрольными компаниями) и предполагается, что характеристики этих компаний будут сходны с характеристиками генеральной совокупности.

Меры центральной тенденции (Measures of Central Tendency): Отдельные величины, описывающие набор данных, называются «мерами центральной тенденции», поскольку они обычно располагаются близко к центру статистического ряда, и все элементы совокупности характеризуются предрасположенностью или тенденцией вести себя так, как если бы каждый из них имел именно это значение. Мерами центральной тенденции являются среднее, медиана и мода.

Параметры (Parameters): Меры центральной тенденции и прочие характеристики, которые описывают генеральную совокупность.

Статистики (Statistics): Меры центральной тенденции и прочие характеристики, которые описывают выборку.

Формирование выборки

Прежде чем обсудить суть статистического анализа, имеет смысл предложить описание нескольких методов составления выборки.

Генеральная совокупность: Иногда есть возможность провести анализ всей исследуемой генеральной совокупности. Например, генеральная совокупность может быть проанализирована, если имеется вся финансовая отчетность компании. Аналогичным образом, если имеется информация обо всех компаниях в конкретной отрасли, генеральная совокупность будет составлять выборку.

Случайная выборка (Random Sample): Если генеральная совокупность очень велика, необходимо использовать ее подмножество, которое лучше поддается анализу. В этом случае следует производить

выборку из генеральной совокупности таким образом, чтобы результаты анализа можно было бы распространить на всю генеральную совокупность. Самый надежный способ подготовить такую выборку — это использовать метод случайного отбора.

Практически все компьютеры имеют функцию, позволяющую составить случайную выборку. Например, если у Вас есть генеральная совокупность из 300 единиц, и Вы хотите проанализировать выборку из 40 единиц, компьютер может предложить Вам выбрать единицы под номерами: 2, 4, 5, 7, 9, 12, 14, 15, 17 и т.д. Другой метод состоит в использовании таблиц случайных чисел, которые имеются в большинстве справочников, содержащих математические таблицы.

Стратифицированная случайная выборка (Stratified Random Sample): Другой метод состоит в определении некоторой характеристики или нескольких характеристик, на основании которых производится сортировка данных, а затем формируется случайная выборка из соответствующих подмножеств. Предположим, что нам необходимо провести анализ характеристик домохозяйств. База данных переписи населения необычайно обширна и сгруппирована в виде стандартных столичных статистических районов (standard metropolitan statistical areas — SMSA). Методом случайного отбора можно отобрать некоторую часть районов SMSA, а затем из этих районов тем же методом случайного отбора отобрать ряд переписных участков и проанализировать нужные характеристики. В результате будет получен статистически верный анализ генеральной совокупности.

Использование статистики в оценке бизнеса

Оценщики могут использовать оба вида статистического анализа: описательный или дескриптивный и инференциальный анализ, или анализ, основанный на выводах. Чаще всего используются следующие методы:

Описательный анализ

1. Меры центральной тенденции
2. Меры изменчивости
3. Распределение показателей «z» и «t»

Инференциальный анализ

1. Проверка гипотезы посредством выборочного среднего
2. Корреляция
3. Сглаживание
4. Регрессия

В этой главе мы рассмотрим все эти методы. Для того, чтобы помочь в нашем обсуждении этих вопросов, используем следующий набор данных: Предположим, что мы хотим определить соотношение между выручкой и прибылью для компании XYZ. Нами были собраны следующие данные по месяцам за период продолжительностью в 19 месяцев, представленные в Таблице 11.1.

Меры центральной тенденции

Наиболее распространенной и наиболее полезной мерой является среднее арифметическое (часто называемое среднее). Сумма значений выборки, деленная на число наблюдений, составляет среднее арифметическое, обычно обозначаемое следующим образом:

$$\mu = \frac{\sum x}{n}$$

где: $\sum x$ равняется сумме выборки, а n равняется числу наблюдений в выборке.

Таблица 11.1 Выручка и прибыль по месяцам

Месяц	Выручка	Прибыль
1	\$ 21 371	\$ 9 247
2	\$ 22 072	\$ 10 476
3	\$ 27 434	\$ 10 035
4	\$ 34 790	\$ 22 096
5	\$ 21 592	\$ 11 205
6	\$ 31 002	\$ 14 385
7	\$ 35 543	\$ 4 225
8	\$ 36 373	\$ 24 359
9	\$ 31 854	\$ -5 241
10	\$ 34 136	\$ 25 009
11	\$ 39 100	\$ 29 449
12	\$ 21 248	\$ 390
13	\$ 17 975	\$ 4 226
14	\$ 15 981	\$ 682
15	\$ 42 665	\$ 24 901
16	\$ 16 956	\$ 3 085
17	\$ 20 705	\$ 5 368
18	\$ 28 560	\$ 6 450
19	\$ 17 982	\$ -2 167

На основе данных Таблицы 11.1 среднее суммы выручки составило 27 228 долл., а среднее суммы прибыли составляет 10 501 долл.

Другой полезной мерой является *медиана* — срединное значение совокупности. Обратимся вновь к Таблице 11.1. Медиана выручки составила 27 434 долл., а медиана прибыли составляет 9 247 долл. Заметьте, что медиана прибыли не совпадает с медианой выручки.

В этом случае медиану было определить несложно, поскольку количество наблюдений было нечетным, а значит, существует только одно значение медианы. Если, с другой стороны, имеется четное количество наблюдений, обычной практикой является определение двух срединных значений и получение их среднего арифметического. Например, если нам на основе данных Таблицы 11.1 нужно проанализировать только первый год (12 месяцев) и определить медиану выручки и прибыли, нам необходимо будет произвести экстраполяцию. Так, за период первых 12 месяцев медиана выручки составляет 31 428 долл., что было определено следующим образом:

$$\text{Медиана выручки} = \$31\,428 = \frac{\$31\,002 + \$31\,854}{2}$$

Аналогичным образом, медиана прибыли за первые 12 месяцев составила 10 841 долл., что было определено следующим образом:

$$\text{Медиана прибыли} = \$10\,841 = \frac{\$10\,476 + \$10\,205}{2}$$

Третьей, более редко используемой мерой, является мода, иногда называемая «наилучшим предположением центральной тенденции». Это значение изучаемого признака, повторяющееся с наибольшей частотой. В случае, описанном в Таблице 11.1, мода не является полезной мерой центральной тенденции.

Прежде чем закончить рассмотрение мер центральной тенденции, мы должны упомянуть среднее геометрическое, которое рассчитывается следующим образом:

$$G_n = \sqrt[n]{(1+r_1) \dots (1+r_n - 1)}$$

Этот расчет представляется довольно сложным, но большинство калькуляторов (таких как HP 12-C) позволяет достаточно легко произвести расчет среднего геометрического. Среднее геометрическое выражает среднее значение коэффициента прироста, как в случае сложных процентов. Чтобы измерить коэффициент прироста, мы используем следующий вариант формулы геометрического среднего:

$$\text{rate} = \sqrt[n]{\frac{FV}{CV}} - 1$$

где: FV (Future Value) является значением на некоторую дату в будущем, а CV (Current Value) представляет собой значение на начало периода.

Меры изменчивости

Другой мерой центральной тенденции является среднее квадратичное, или стандартное отклонение, которое является мерой вариации. Принятым условным обозначением среднего квадратичного отклонения является σ (квадрат среднего квадратичного отклонения, σ^2 , обозначается термином дисперсия — variance). Оно определяется следующим образом:

$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum (x - \mu)^2}{N}}$$

Среднее квадратичное отклонение выручки составляет 8 328 долл., а среднее квадратичное отклонение прибыли составляет 10 128 долл. Эти величины потребуются нам в дальнейшем.

Распределение значений z и t

Используя правила преобразования (которые выходят за рамки рассматриваемых в данной главе вопросов), специалисты-статистики разработали стандартные таблицы нормального распределения, которые позволяют нам преобразовать случайные переменные в меры среднего квадратичного (стандартного) отклонения (называемые значениями «z») от среднего арифметического

$$z = \frac{X - \mu}{\sigma}$$

Приведем такой пример. Фирма, оценку которой Вы проводите, входит в отрасль, в которой отношение рыночной цены (например, акции) к чистой прибыли (на одну акцию) в среднем составляет 9, при среднем квадратичном отклонении 4. С целью проверки адекватности Вашей оценки Вы хотите узнать, попадает ли рассчитанная Вами величина отношения рыночной цены к чистой прибыли, составляющая 15, в пределы двух средних квадратичных отклонений для данной отрасли. Подставив 2,00 вместо z, 9 вместо μ и 4 вместо σ , получаем следующее:

$$2.00 = \frac{X - 9}{4}$$

$$4 * (2.00) = x - 9,$$

$$8 = x - 9,$$

$$x = 8 + 9 = 17.$$

Поскольку 17 больше 15, отношение рыночной цены к чистой прибыли 15 попадает в границы двух стандартных отклонений от среднего арифмети-

ческого для данной отрасли.

Если интересующая нас генеральная совокупность невелика (<30), мы пользуемся не z -распределением, а t -распределением. Использование таблиц t -распределения требует от нас ввести в таблицы два аргумента: (1) степень свободы и (2) доля площади с одной стороны хвоста. В остальном теория z -распределения и t -распределения совпадает.

Цель t -распределения состоит в том, чтобы обосновать утверждения, касающиеся статистических параметров. В сущности — это проверка гипотезы о том, что некая переменная, скажем X , статистически отличается от некой другой переменной, скажем другой X , или, что более типично, от нуля (0). К примеру, из регрессии следует, что $Y = X$ умножить на 2,12. Что мы хотим узнать, так это действительно ли данная величина = 2,12, или же на самом деле это ноль (0), указывающий на отсутствие зависимости между Y и X . Для этого используется t -статистика. Если t -статистика больше, чем значение, содержащееся в t -таблице, можно предположить, что 2,12 является наилучшим показателем имеющейся связи. Если значение t -статистики меньше, чем величина, содержащаяся в t -таблице, это означает, что нельзя утверждать с определенной долей вероятности, что между Y и X существует какая-либо связь. Роль t -статистики в регрессии будет дополнительно рассмотрена позднее.

Статистика вывода

Во многих случаях данные по месяцам имеют значительную изменчивость и/или сезонные колебания, из-за чего бывает очень трудно подготовить какие-либо экономические оценки. Для устранения фактора сезонности и/или изменчивости часто используется метод сглаживания. Сглаживание можно произвести несколькими способами. Некоторые методы временных рядов, такие как метод Бокс-Дженкинса (Box-Jenkins), или экспоненциальное сглаживание, позволяют получить уравнения, которые включают элементы систематических вариаций (изменений). Эти уравнения могут быть использованы для подготовки оценок и получения сглаженных результатов. При использовании этих методов проблема заключается в экстраординарном количестве данных, которые требуются для их применения (например, для получения результата по методу Бокса-Дженкинса обычно требуется минимум 40 — 50 наблюдений). Кроме того, не всегда имеются под рукой компьютерные программы, необходимые для получения оценки с использованием этих методов.

Более простым и понятным методом является *метод скользящего среднего*. В этом случае данные текущего месяца усредняются с данными за предшествующий месяц или за несколько предыдущих месяцев. Количество месяцев, за которое потребуются данные, зависит от изменчивости и/или сезонности данных. Например, вернемся к Таблице 11.1, составленной для компании XYZ. Мы видим, что показатели выручки и доходов довольно не-

постоянны. Однако, обратившись к Таблице 11.2, мы увидим, что можно вывести другую переменную, которая называется скользящим средним.

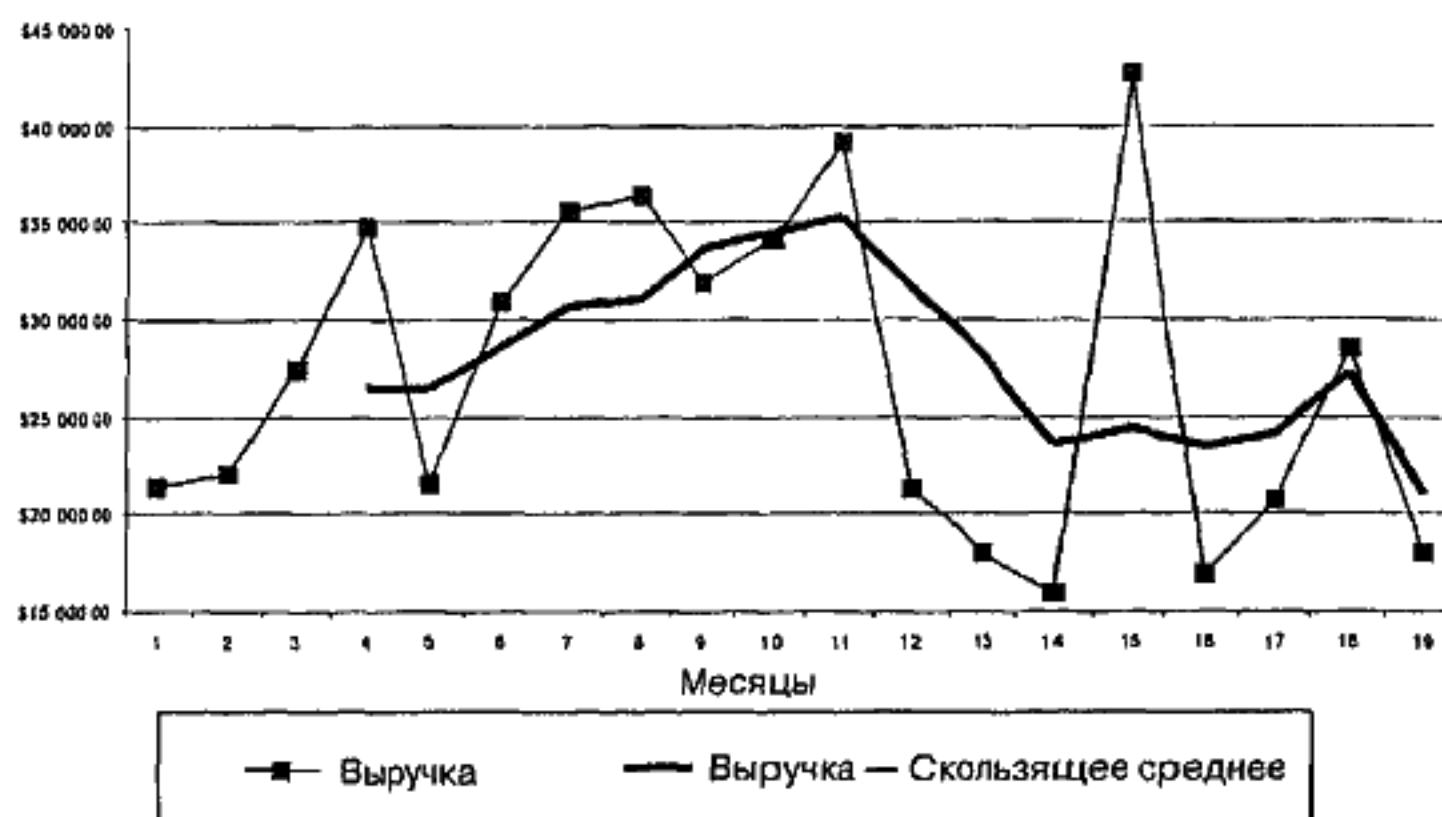
Есть ли какая-нибудь формула определения требуемого промежутка времени? Единой формулы не существует. Это метод проб и ошибок, но расчет можно легко произвести с использованием электронных таблиц, таких как Lotus 1-2-3, Excel и Quattro. В целом, сначала анализируются данные за два месяца, затем за три месяца и т.д. Как правило, данных только за один или два месяца бывает недостаточно. При этом требуется всего несколько минут, чтобы опробовать различные временные интервалы и найти тот, который обеспечит наилучшее сглаживание.

Для адекватного анализа при усреднении важно использовать максимально короткие временные интервалы. Например, лучше использовать трехмесячный период, чем шестимесячный, если трехмесячный период обеспечивает достаточное сглаживание. Чем длиннее временной интервал, используемый для сглаживания, тем больше требуется данных, а получаемая информация менее пригодна с точки зрения ее дальнейшего использования. При анализе компании XYZ мы использовали примерно четырехмесячный интервал, но можно было взять больший или меньший промежуток времени.

Таблица 11.2 Сглаживание показателей прибыли и выручки

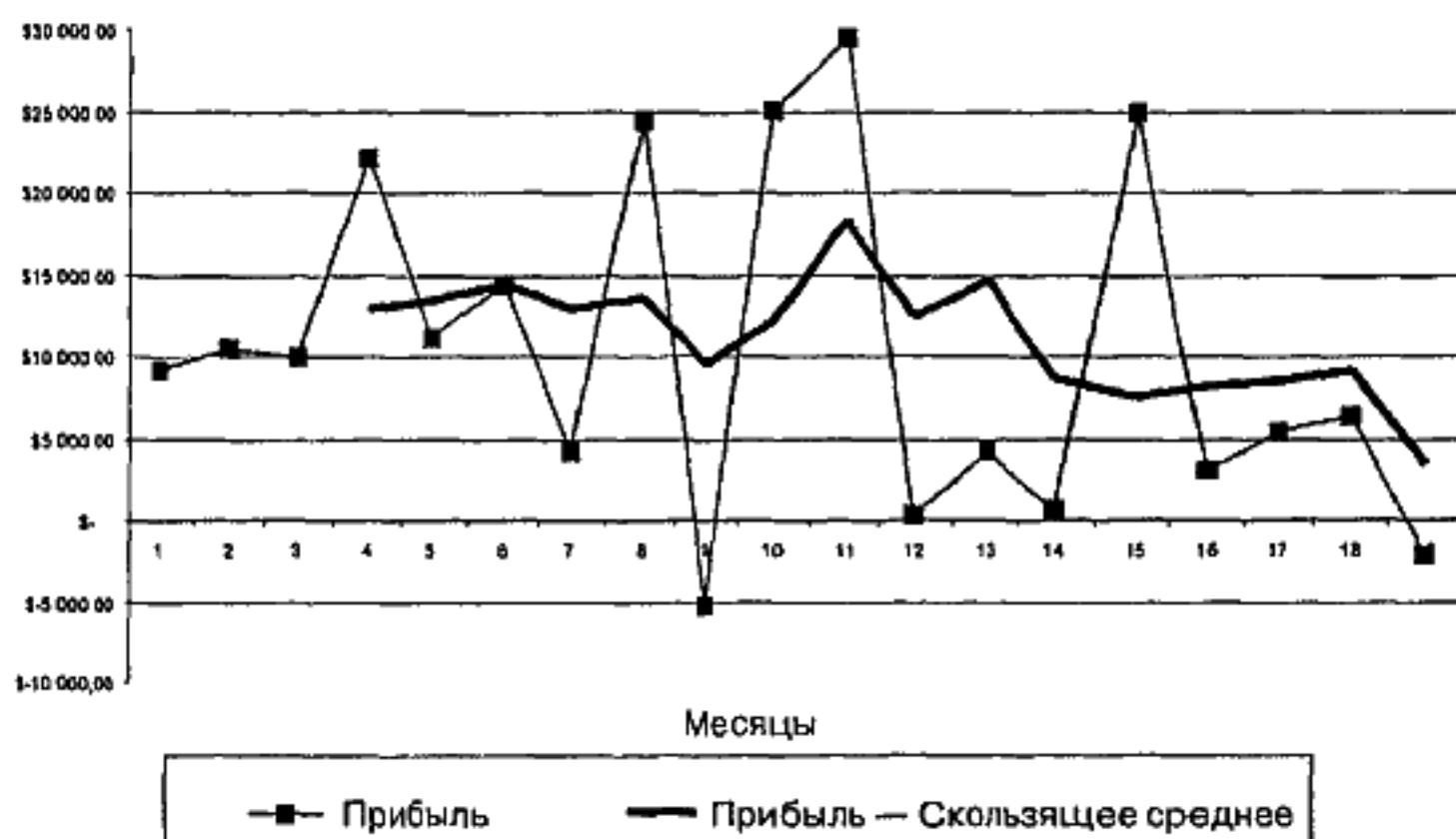
Месяц	Выручка	Прибыль	Выручка — Скользящее среднее	Прибыль — Скользящее среднее
1	\$21 371,00	\$ 9 247,00		
2	\$22 072,00	\$10 476,00		
3	\$27 434,00	\$10 035,00		
4	\$34 790,00	\$22 096,00	\$26 416,75	\$12 963,50
5	\$21 592,00	\$11 205,00	\$26 472,00	\$13 453,00
6	\$31 002,00	\$14 385,00	\$28 704,50	\$14 430,25
7	\$35 543,00	\$ 4 225,00	\$30 731,75	\$12 977,75
8	\$36 373,00	\$24 359,00	\$31 127,50	\$13 543,50
9	\$31 854,00	\$ -5 241,00	\$33 693,00	\$ 9 432,00
10	\$34 136,00	\$25 009,00	\$34 476,50	\$12 088,00
11	\$39 100,00	\$29 449,00	\$35 365,75	\$18 394,00
12	\$21 248,00	\$ 390,00	\$31 584,50	\$12 401,75
13	\$17 975,00	\$ 4 226,00	\$28 114,75	\$14 768,50
14	\$15 981,00	\$ 682,00	\$23 576,00	\$ 8 686,75
15	\$42 665,00	\$24 901,00	\$24 467,25	\$ 7 549,75
16	\$16 956,00	\$ 3 085,00	\$23 394,25	\$ 8 223,50
17	\$20 705,00	\$ 5 368,00	\$24 076,75	\$ 8 509,00
18	\$28 560,00	\$ 6 450,00	\$27 221,50	\$ 9 201,00
19	\$17 982,00	\$ -2 167,00	\$21 050,75	\$ 3 517,50

Диаграмма 11.1 Анализ выручки



Влияние сглаживания хорошо видно на графике. В Таблице 11.2 приводится анализ выручки за указанный период. Диаграмма 11.1 показывает график выручки и скользящего среднего. Исследование скользящего среднего позволяет легче проследивать тренды, чем анализ исходных данных. На Диаграмме 11.2 представлен график, с помощью которого аналогичным образом исследуются данные о прибыли.

Диаграмма 11.2 Анализ прибыли



Регрессия

Между научными исследованиями и подготовкой экспертной оценки для дачи свидетельских показаний в суде существует определенная разница. Академические исследования служат для пополнения сокровищницы знаний, и поэтому исследователю требуются поддающиеся проверке исходные данные, а для получения точных выводов он использует воспроизводимые методы. В процессе судебного разбирательства экспертов часто просят представить оценку с высокой степенью достоверности (с экономической точки зрения). Эта разница в задачах определяет различия в методах анализа и в использовании традиционных инструментов в процессе исследований. В целом, материалы, используемые для подготовки к даче свидетельских показаний в суде, являются неполными, а точность значительной части подтверждающих документов вызывает сомнение.

Задача данной главы состоит в том, чтобы показать применение выбранных статистических методов для формирования оценки финансового ущерба в гипотетическом случае, в условиях ограниченного объема имеющихся данных и отсутствия подтверждающих документов. Читатель должен помнить, что, хотя исследователь знаком с инструментарием исследований, использованным в данной главе, его задача в том, чтобы сформировать оценку, а не установить истину ради пополнения знаний.

Чтобы еще более четко определить разницу между подготовкой свидетельских показаний и академическим исследованием, полезно проследить тонкую грань, разделяющую понятия «точность» и «правильность». Первое понятие относится к процессу, в частности, связанному с измерениями. Можно сказать, что химик точно отмерил ингредиенты смеси. Использование понятия «правильность» подразумевает отсутствие ошибок и погрешностей. Химик мог все точно отмерить, но ошибка в выборе ингредиентов (предположительно отмеренных с высокой точностью) может привести к взрыву.

Представляя отчеты об оценке и/или давая свидетельские показания, оценщик должен проявлять осторожность и не притязать на правильность утверждений в ситуации, когда его выводы будут оспариваться. Скорее, он должен быть максимально точен при использовании надлежащих методов анализа и излагать свои выводы с необходимыми оговорками. В то же время в академическом исследовании от исследователя требуются как точность, так и правильность.

НАУЧНЫЕ ДОКАЗАТЕЛЬСТВА

Существуют некоторые научные истины — истины материального мира, которые, как было неоспоримо доказано, вытекают из законов физики, химии, математики и логики. Так, ученый «доказывает», что отношение длины окружности к ее диаметру является постоянной величиной и составляет примерно 3,1416, что ускорение, приданное телу, обладающему определенной

массой, обусловлено приложенной к нему силой, и что давление газа, заключенного внутри сосуда, находится в поддающейся расчету зависимости от температуры этого газа. Но эти научные факты зависят от определенных базовых предположений и допущений — например, что газ представляет собой «идеальный» газ, а числовые результаты иногда представляют собой только приближенные значения (например, известные до тысячи знаков после запятой, но даже результаты с такой степенью точности являются приближенными значениями, поскольку степень точности не имеет предела).

Статистические истины являются не менее научными, несмотря на то, что они представляют собой вероятностные высказывания. Так, даже человека, имеющего минимальные познания в математике, можно убедить в истинности утверждения, что если бросить игральную кость, то вероятность того, что выпадет значение «5», составляет одну шестую. Этот результат основан на подразумеваемом предположении о том, что игральная кость не имеет дефектов изготовления или отклонения от стандартной физической формы или плотности, что нелегко проверить.

Аналогичным образом, вероятностные утверждения относительно случайных событий, если они правильно определены с указанием основных предположений, так же достоверны, как и другие научные выводы. Физические измерения, такие как определение роста людей, составляющих некую группу, подсчет того, сколько раз выпадет «орел» при неоднократном подбрасывании монет, определение срока службы электрической лампочки и т.д., демонстрируют удивительное постоянство в том случае, если исследуемая группа и число испытаний достаточно велики. Таким образом, мы можем говорить о «распределении» результатов, примером которого является кривая нормального распределения, знакомая студентам по контрольному отсчету. Следует помнить, что распределение, помимо знакомой всем кривой нормального распределения, может принимать различные виды и формы.

Доказательство математических теорем может проводиться в разной форме, но если доказательство является строгим, то оно трактуется как фундаментальная истина в рамках и границах основных допущений. В этом случае результат занимает свое место в семействе «истин», поиском которых постоянно занимаются ученые. С другой стороны, статистические доказательства, хотя они нечасто приводят к четкой констатации факта, позволяют нам выдвигать утверждения — например, период времени, в течение которого некий вывод будет оставаться правильным, т.е. мы принимаем правильную гипотезу в противовес ложной. Правильность статистических выводов является вероятностной по своей природе, и, тем не менее, они являются не менее правильными, чем прочие приведенные здесь научные результаты. Статистические результаты формулируются с использованием таких терминов, как «значимость», «вероятность», «случайность», «процент» и других терминов. Например: «Мы на 95 процентов уверены, что на-

блюдаемая разница в усредненном значении, полученном для двух групп, достаточно велика, чтобы не быть результатом простой случайности, что означает, что существует реальная, хотя и не идентифицированная, разница между этими двумя группами.» Другой пример: «Мы можем принять единичное измерение (например, контрольный отсчет или срок службы электрической лампочки) в качестве приемлемого при заданном основном распределении измеренной статистики (например, нет оснований подозревать студента в подтасовке, или причин подозревать отсутствие контроля за процессом производства электрической лампочки)».

Надо признаться, что вероятность представляет собой «степень веры», присущую определенной точке зрения, следовательно, это весьма субъективное понятие. Вероятность того, что Амелия Эрхарт³ погибла в авиакатастрофе на том одиноком острове в Тихом океане, является предметом веры, а не фактом. С определенной уверенностью можно лишь утверждать, что либо это утверждение соответствует действительности, либо нет. Тем не менее, для нашей веры в то, что с ней случилось, можно определить степень вероятности. Аналогичным образом, свидетельские показания эксперта могут быть просто представлены, или же вероятность того, что его доказательства будут приняты, может быть повышена за счет использования статистических методов, предназначенных для того, чтобы повлиять на отношение и мнение лиц, читающих отчет, или присяжных заседателей — повлиять на их веру в гипотезы и выводы, представленные свидетелем-экспертом. Именно этот вопрос, а именно применение статистических методов в поддержку свидетельских показаний эксперта, и является предметом обсуждения в данном разделе.

Судебный процесс по вопросу упущенной выгоды

Чтобы проиллюстрировать использование статистических методов для подкрепления свидетельских показаний эксперта, представим ситуацию, в которой истец заявляет об ущербе, понесенном вследствие определенных действий или бездействия ответчика. Мы не будем придерживаться позиции ни одной из сторон, хотя в реальной ситуации та или другая сторона пригласила бы консультанта для подготовки свидетельских показаний эксперта. Далее, мы предположим, что были представлены все обычные свидетельства (анализ финансовой отчетности, личные свидетельские показания как за, так и против позиции сторон, а также анализ отгрузочных документов, акты

³ Амелия Эрхарт (Amelia Earhart) (24.07.1898-2.07.1937) была первой американкой, совершившей в одиночку перелет на самолете через Атлантику. Эрхарт пропала в 1937 году при совершении первой попытки кругосветного перелета, когда она с бортмехаником Фредом Нунаном исчезла в районе островов Новой Гвинее. Следов катастрофы найдено не было. По одной из версий самолет из-за нехватки топлива совершил посадку на острове Хауленд, где летчиков взяли в плен японцы. После войны на острове Сайпан, где находились могилы американских военных, погибших в плену, произвели вскрытие могил и обнаружили два трупа в летных комбинезонах. Мужчину и женщину. — *Прим. переводчиков.*

инвентаризации и выписки с банковских счетов), однако приемлемый результат не был достигнут.

Рассматривается дело по заявлению компании Southeast Wholesale Grocery Company, которая утверждает, что в результате расторжения контракта компанией Snow White Flour Mills ей был понесен ущерб в виде упущенной выгоды в размере \$63,000. Контракт был расторгнут 31 декабря 1993 года после пяти лет успешного сотрудничества между обеими компаниями. Причина расторжения контракта незначительна, поскольку размер ущерба будет определен судом только в случае установления факта незаконного расторжения контракта — правомерное расторжение не дает оснований к взысканию ущерба в судебном порядке. Норма прибыли на собственный капитал и данные о доходе приведены в Таблице 11.3.

Таблица 11.3 Объем продаж и дохода компании Southeast Wholesale Grocery

Год	Норма прибыли на собственный капитал	Доход
1989	12%	\$48 000
1990	14%	\$51 600
1991	9%	\$53 400
1992	11%	\$54 400
1993	15%	\$55 700
1994	8%	\$38 000
1995	11%	\$42 200

Таблица 11.4 Сравнение средних для двух групп: t-тест

	Группа А	Группа Б
Среднее	\$52 620	\$40 100
Количество наблюдений в группе	5	2
Стандартное отклонение	\$2 985	\$2 970
Степень свободы	4	1
t-тест Стьюдента	5,02	
Степень свободы	5	
Случай	Группа А	Группа Б
1	\$ 48 000	\$ 38 000
2	\$ 51 600	\$ 42 200
3	\$ 53 400	
4	\$ 54 400	
5	\$ 55 700	

Проверка показателя доходов

Первая проверка — это определение t-распределения доходов, которое должно показать, что разница в доходах между периодами до расторжения контракта (Группа А) и после его расторжения (Группа Б) не могла быть вы-

звана случайностью. Присяжных могут убедить свидетельские показания, уровень значимости которых составляет 95 процентов. См. Таблицу 11.4.

Поскольку это двусторонний критерий, и мы хотим, чтобы он обладал уровнем значимости 95 процентов, t -значение для этого ряда данных при степени свободы 5 составляет 2,571. Это означает, что для t -статистики больше значения 2,571 вероятность того, что две выборки не были взяты из одной и той же генеральной совокупности, составляет свыше 95 процентов. Поскольку полученное нами в результате расчета значение (5,02) больше вышеуказанного значения, нам следует сделать вывод о том, что разница не была вызвана случайностью. Иными словами, существует вероятность того, что действия компании Snow White Flour Mills могли нанести финансовый ущерб компании Southeast Wholesale Grocery Company.

Регрессионный анализ

Далее мы использовали регрессионный анализ временных рядов для оценки дохода за два года после расторжения контракта. Сравнение этой оценки с реальным доходом дает основания для заключения о факте нанесения ущерба. Это заключение подкрепляется свидетельскими показаниями о том, что коэффициент корреляции составляет 0,96, что для присяжных будет означать, что данные совместимы с моделью. Далее, коэффициент детерминации составляет 0,93, что обеспечивает присяжным уверенность в том, что 93 процента изменчивости дохода объясняются моделью. Стандартная ошибка y -оценки и стандартная ошибка x -коэффициента служат полезным напоминанием присяжным о том, что эксперт формирует свое заключение, а не устанавливает факт. См. Таблицу 11.5.

Следующим шагом будет подготовка данных по прогнозу дохода и их сравнение с фактическими показателями. Разница составляет упущенную

Таблица 11.5 Результаты регрессии

Дата	Год	Выручка		
	1989	\$ 48 000		
	1990	\$ 51 600		
	1991	\$ 53 400		
	1992	\$ 54 400		
	1993	\$ 55 700		
Результаты регрессии: Уравнение регрессии Выручка = -3 571 000 + 1820 * Год				
Выходные данные регрессии				
Предиктор (Прогнозирующий параметр)	Коэффициент	Стандартное отклонение	t-отношение	Вероятность значения, равного нулю
Постоянная величина	-3 571 000	577 505	-6,18	0,9%
Год	1 820	290,1	6,27	0,8%

выгоду. Таблица 11.6 показывает вычисление этой величины.

На данной стадии анализа мы можем начать формировать предположительный вывод о том, что падение дохода компании Southeast было вызвано неким другим фактором, нежели случайность, и что падение дохода можно нанести компании Southeast ущерб в размере 37780 долл. Даже если так, мы пока не можем утверждать, что падение прибыли компании Southeast произошло по вине компании Snow White Flour Mills.

Таблица 11.6 Определение размера упущенной выгоды

Дата	Прогноз	Фактический показатель	Разница
1994	\$58 080	\$38 000	\$20 080
1995	\$59 900	\$42 200	\$17 700
Итого			\$37 780

Из данных, представленных в Таблице 11.6, мы можем сделать вывод о том, что прибыль компании Southeast составила на 37780 долл. меньше, чем в модели, основанной на прогнозе. Данный факт, взятый отдельно, еще не говорит о том, что именно действия компании Snow White Flour Mills вызвали падение дохода, так как внутри отрасли в целом могли существовать условия, которые могли привести к такому результату.

Проверка сопоставимости

Наша следующая проверка представляет собой попытку дать ответ относительно такого критерия. Таблица 11.7 показывает доход компании Southeast в сравнении с аналогичными компаниями, продающими муку, производимую компанией Snow White Flour Mills. Мы проверяем нулевую гипотезу о том, что коэффициент корреляции между доходом компании Southeast и средним показателем по стране составляет 0, что означает отсутствие корреляции. Следовательно, факторы, влияющие на показатели

Таблица 11.7 Сравнение со средними показателями по стране

Год	Доход Southeast	Средний показатель по стране
1986	\$48 000	\$61 000
1987	\$51 600	\$73 300
1988	\$53 400	\$72 200
1989	\$54 400	\$73 800
1990	\$55 700	\$74 100
1991	\$38 000	\$60 900
1992	\$42 200	\$69 500
Среднее	\$49 043	\$69 257
Среднее квадратичное отклонение	\$ 6 192	\$ 5 440
Степень свободы	6	6
Тестовые статистики		
t-тест	-6,01	
Степень свободы	12	
Корреляция	0,759	
t-тест для корреляции	2,606	

реализации в целом по стране, не оказывают никакого влияния на соответствующие показатели компании Southeast. Таблица 11.7 показывает, что коэффициент корреляции составляет 0,7590.

Величина t -значения для 95-процентного доверительного интервала при степени свободы 12 составляет 2,179. Поскольку рассчитанное нами t -значение составляет 2,606, нам следует отвергнуть нулевую гипотезу об отсутствии корреляции между доходом от реализации по стране и доходом от реализации компании Southeast. Следовательно, мы делаем вывод, что те факторы, которые оказывают влияние на показатель дохода по стране, воздействуют также на соответствующие показатели компании Southeast. Подтверждающим доводом в пользу этого вывода служит тот факт, что в масштабе страны мукомольная промышленность известна как отрасль, характеризующаяся наличием трудовых конфликтов, вредного производства, а также трудностей, связанных с тем, что население страны все больше стало отдавать предпочтение готовой пище. Следовательно, мы не можем поддержать заявление о том, что действия или бездействие со стороны компании Snow White Flour Mills нанесли ущерб компании Southeast Wholesale Grocery Company.

Недостаточность использованных нами данных и искусственное применение наших моделей в ситуации, для которой они не предназначены, покоробит поборников чистоты академических исследований, но суду необходимо обоснование для вынесения вердикта. Стоит сказать, что основанное на имеющейся информации заключение эксперта, который может использовать в интересах дела строгую научную методологию, может послужить надежной основой для вынесения судом справедливого решения. В этом случае претензии истца в отношении понесенного ущерба на сумму 63 000 долл. представляются преувеличенными, поскольку приведенный здесь анализ подтверждает заключение о том, что упущенная выгода компании Southeast не могла быть вызвана какими-либо действиями или бездействием со стороны компании Snow White Flour Mills.

Несомненно, существуют другие способы подтверждения свидетельских показаний эксперта; некоторые из них упоминались ранее. Эта глава ограничивается вопросами использования некоторых статистических методов для подкрепления свидетельских показаний.

Бета-анализ

Иногда при расчете нормы капитализации коэффициент «бета» необходимо использовать с некоторой осторожностью. Следующая возможность использования регрессии служит наглядным примером потенциальной проблемы. В нем также вводится новое измерение, называемое r -квадрат (R^2), определяемое как R в квадрате и представляющее собой коэффициент корреляции. Данная переменная определяет связь между двумя переменными.

ми или между несколькими переменными (если их больше двух, например, Y , X_1 и X_2) и используется в качестве показателя силы модели. Коэффициент детерминации представляет собой квадратный корень из коэффициента корреляции. (Примечание: если имеются другие переменные, помимо X_1 и X_2 , будьте внимательны в отношении *мультиколлинеарности*, которая будет описана дальше). Другой показатель, $R\text{-Sq(Adj)}$, представляет собой скорректированный коэффициент корреляции, скорректированный на величину степени свободы (при достаточном количестве наблюдений эти два термина по сути представляют одно и то же).

В данном случае у нас имеется фирма, прибыль на собственный капитал (ROE) которой показана в Таблице 11.8. В таблице также указаны соответствующие показатели в отрасли и на рынке в целом (использованы данные S&P 500 рейтинговой компании Standard and Poor's). Построение регрессии показателя ROE на рынке, в сущности, дает нулевое значение «бета», тогда как регрессионный анализ этого показателя в отрасли дает положительное значение «бета».

Построение регрессии прибыли на собственный капитал компании на одном предикторе, отраслевому показателю, дает положительное значение «бета», равное 1,20, что представлено следующим образом:

$$ROE = -1,81 + 1,20 \cdot \text{Отраслевой показатель}$$

Предиктор	Коэффициент	Стандартное отклонение	Коэффициент t	p
Константа	-1,815	1,385	-1,31	0,238
ОТРАСЛЕВОЙ ПОКАЗАТЕЛЬ	1,1980	0,1916	6,25	0,001

$$s = 1,772$$

$$R\text{-sq} = 86,7\%$$

$$R\text{-sq(adj)} = 84,5\%$$

где: p = вероятность того, что значение переменной равно 0 (нулю).

Таблица 11.8 Данные для бета-анализа

Год	ROE	ОТРАСЛЕВОЙ ПОКАЗАТЕЛЬ	Рынок
1990	8,1	7,5	-3,17
1991	6,2	5,1	30,55
1992	4,5	5,8	7,67
1993	10,1	9,8	9,99
1994	11,7	12,5	1,31
1995	5,4	4,2	37,57
1996	-3,1	1,1	22,98
1997	4,4	5,6	24,96

Коэффициент корреляции показывает высокую степень корреляции как при использовании обычного r -квадрата, так и скорректированного R -sq(Adj).

Дальнейший регрессионный анализ рыночного показателя прибыли на собственный капитал по соответствующему показателю компании дает отрицательное значение «бета», равное $-0,0039$, в соответствии со следующими расчетами:

$$ROE = 6,08 - 0,0039 * \text{Рыночный показатель}$$

Предиктор	Коэффициент	Стандартное отклонение	Коэффициент t	p
Константа	6,076	1,974	3,08	0,022
РЫНОЧНЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ	0,00395	0,02362	-0,17	0,873

$$s = 4,848$$

$$R\text{-sq} = 0,5\%$$

$$R\text{-sq(adj)} = 0,0\%$$

где: p = вероятность того, что значение переменной равно 0 (нулю).

Значение t -статистики составляет менее 2,00, и вероятность того, что «бета» отличается от нуля не существенна, p — составляет 87,3 процента. Наконец, коэффициент корреляции показывает отсутствие корреляции (что согласуется с нулевым значением «бета»).

Таким образом, мы еще раз убедились, что регрессия может быть очень полезной для анализа экономических переменных, а также для установления связи между показателями.

Подтверждение правильности регрессии

Во многих случаях на основе массы данных необходимо выявить связь, которая может существовать между двумя или несколькими элементами этих данных. Как только что было упомянуто, обычным способом определения этой связи является регрессия, основанная на методе наименьших квадратов. Однако рассмотрение элементов регрессии выходит за рамки данной главы. Для получения полного представления о данном предмете мы рекомендуем читателю обратиться к книге Нормана Дрейпера и Гарри Смита «Прикладной регрессионный анализ» (Norman Draper, Harry Smith, Applied Regression Analysis), издание второе (опубликовано издательством John Wiley & Sons в Нью-Йорке в 1981 году). Другим интересным материалом по этой теме является обзорная статья, принадлежащая перу Карла Ф. Крайста «Оценка прикладных эконометрических результатов» (Carl F. Christ, Assessing Applied Econometric Results), опубликованная в периодическом издании Федерального резервного банка Сент-Луиса (март/апрель, 1993г.,

стр. 71-102, с комментариями Дэвида А. Дики (David A. Dickey) и Дэвида Лэйдлера (David Laidler).

Рассматриваемый здесь анализ может быть сфокусирован на использовании регрессионной модели в качестве метода выявления тенденции (тренда) в данных (если таковая имеется). При использовании результатов регрессии для прогнозирования или для установления причинных связей, для определения значимости различных коэффициентов мы будем полагаться на t -статистику. Однако прежде чем мы сможем использовать t -статистику, необходимо показать, что при использовании регрессионной модели для целей прогнозирования допущения модели выполняются во всех случаях.

Прежде чем приступить к рассмотрению процесса проверки регрессии, необходимо сформулировать допущения модели. В сущности, эти допущения выводятся в результате подготовки исследования остатков. Если мы предположим, что сбор данных производился в течение некоторого времени, модель будет выглядеть следующим образом:

$$Y_t = \alpha + \beta * X_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

где: Y_t = значение зависимой переменной в момент времени t ,
 t = время,
 α, β = коэффициенты регрессии,
 ε_t = остаток.

Для оценки α и β на основе оценок BLUE (Best, Linear, Unbiased Estimators — лучшие, линейные, несмещенные оценки) необходимо сделать следующие предположения:

1. ε_t имеют нормальное распределение.
2. Дисперсия (ε_t) = σ^2 (гомоскедастичность).
3. $E(\varepsilon_t) = 0$.
4. Ковариация (X_t, ε_t) = 0 (ошибки в переменных).
5. Ковариация ($\varepsilon_t, \varepsilon_{t-i}$) = 0 (автокорреляция).

Если уравнение регрессии включает более одной независимой переменной, как в следующем случае:

$$Y_t = \alpha + \beta * X_t + \Gamma * Z_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

то необходимо рассмотреть дополнительное допущение:

6. Ковариация $(X_t, Z_t) = 0$ (мультиколлинеарность).

Далее будут рассмотрены методы проверки каждого из этих предположений.

Пример

Чтобы проиллюстрировать проверку регрессии, воспользуемся еще раз примером компании XYZ. Предположим, мы хотим определить связь между выручкой и прибылью компании XYZ. Нами были собраны данные по месяцам за период продолжительностью 19 месяцев (обратимся еще раз к Таблице 11.1).

Для определения этой связи регрессия используется следующим образом:

$$\text{прибыль} = -13675 + 0,885 * \text{выручка}$$

Предиктор	Коэффициент	Стандартное отклонение	Коэффициент t	p
Константа	-13675	5933	-2,31	0,034
Выручка	0,8853	0,2088	4,24	0,001

$$s = 7379$$

$$R\text{-sq} = 51,4\%$$

$$R\text{-sq}(\text{adj}) = 48,5\%$$

Дисперсионный анализ

Источник	DF	SS	MS	F	p
Регрессия	1	9978542208	978542208	17,97	0,001
Ошибка	17	925544768	54443808		
Всего	18	1904087040			

Как и в более раннем примере, в данном разделе p — вероятность того, что рассчитанное значение переменной равно 0 (нулю).

Данная регрессия показывает, что каждый дополнительный доллар выручки дает дополнительную прибыль в размере 0,885 долл., и что месячный объем постоянных издержек составляет 13675 долл. Таким образом, годовая сумма постоянных издержек составляет 164100 долл. ($\$13675 \times 12$). Прежде чем мы сможем принять данную регрессию, следует произвести ее проверку. Теперь мы должны проанализировать каждый из ранее рассмотренных критериев. Это означает, что должны быть рассчитаны стандартизованные остатки следующим образом: X умножается на 0,885, минус 13675, а затем полученная величина вычитается из Y. После этого полученное значение делится на стандартное отклонение остатка, как показано в Таблице 11.9.

Таблица 11.9 Выручка, прибыль и стандартизованные остатки

ROW	Выручка	Прибыль	Стандартизованные остатки
1	\$ 21 371	\$ 9 247	0,56552
2	\$ 22 072	\$ 10 476	0,64931
3	\$ 27 434	\$ 10 035	-0,08042
4	\$ 34 790	\$ 22 096	0,70952
5	\$ 21 592	\$ 11 205	0,81365
6	\$ 31 002	\$ 14 385	0,08595
7	\$ 35 543	\$ 4 225	-1,94679
8	\$ 36 373	\$ 24 359	0,84245
9	\$ 31 854	\$ -5 241	-2,77757
10	\$ 34 136	\$ 25 009	1,20290
11	\$ 39 100	\$ 29 449	1,26228
12	\$ 21 248	\$ 390	-0,67105
13	\$ 17 975	\$ 4 226	0,28737
14	\$ 15 981	\$ 682	0,03080
15	\$ 42 665	\$ 24 901	0,12528
16	\$ 16 956	\$ 3 085	0,25516
17	\$ 20 705	\$ 5 368	0,10108
18	\$ 28 560	\$ 6 450	-0,71895
19	\$ 17 982	\$ -2 167	-0,63774

НОРМАЛЬНОЕ РАСПРЕДЕЛЕНИЕ ОСТАТКОВ

Одним из способов определить, насколько выполняется это требование — это наложить график остатков на график нормального распределения. Если остатки соответствуют нормальному распределению при $E(\varepsilon_t) = 0$, такой график будет представлять собой прямую линию, проходящую через начало координат. Однако зачастую у исследователя нет возможности воспользоваться программами или оборудованием, необходимыми для построения такого графика. В качестве альтернативного варианта можно использовать график частотного распределения остатков, который покажет, достигается ли приближение к нормальности. Следует помнить, что для получения плавной кривой нормального распределения, указывающей на нормальное распределение, как правило, требуется более 100 наблюдений.

Таким образом, получается частотное распределение остатков, на основе которого затем строится график следующим образом:

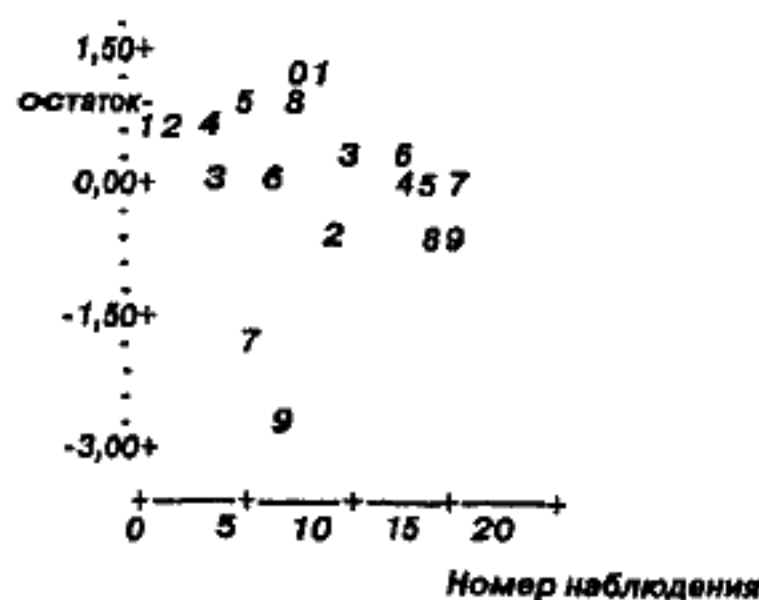
Средняя точка	Число
-3,0	1 *
-2,5	0
-2,0	1
-1,5	1 *
-1,0	0
-0,5	3 ***
0,0	5 *****
0,5	5 *****
1,0	3 ***
1,5	1 *

Очевидно, что хотя имеется всего 19 наблюдений, частотное распределение приближается к нормальному распределению. Также имейте в виду, что среднее такого распределения приближается к нулю, хотя справедливость такого предположения будет проанализирована позднее. Таким образом, регрессия, в целом, удовлетворяет условиям первого допущения.

ГОМОСКЕДАСТИЧНОСТЬ

Поскольку *t*-статистики используются для статистического вывода в отношении гипотезы, одним из требований регрессии является требование о константности дисперсии, т.е. *гомоскедастичности*. Одним из способов проверки этого предположения является построение графика остатков, что позволит увидеть, имеется ли некоторая схема их поведения. Если остатки произвольным образом распределены с постоянной дисперсией, тогда график будет в приближении представлять собой две параллельные линии. Если линии, огибающие показатели остатков, возрастают или убывают, то Вы имеете переменную дисперсию, известную как *гетероскедастичность*. График остатков показан на Диаграмме 11.3.

Диаграмма 11.3 График остатков



Этот график не дает четкой индикации, что является довольно обычным для большинства регрессий. В этой связи предпочтительным методом проверки представляется метод, изложенный Х. Гледжсером (H. Glejser) в работе «Новый метод проверки гетероскедастичности» («A New Test for Heteroscedasticity»), опубликованной в «Журнале Американской статистической ассоциации» («Journal of the American Statistical Association») (№64, стр. 16-32, 1969 г.). Для ознакомления с более подробным изложением метода Гледжсера обратитесь к работе Ричарда Рогальски (Richard Rogalski) и Джозефа Д. Винсо (Joseph D. Vinso) «Гетероскедастичные показатели прибыли на ценные бумаги» («Heteroscedastic Security Returns», опубликованной в «Financial Review» (Осень 1978г., стр. 1-11).

Данный метод состоит в следующем: берется абсолютное значение остатков, а затем строится регрессия относительно независимой переменной (в данном случае — выручки). Если коэффициент наклона линии регрессии не равен нулю, то мы имеем случай гетероскедастичности. Значение константы (или отрезка, отсекаемого на координатной оси) несущественно. Данный метод проверки был применен к остаткам в нашей регрессии следующим образом:

$$\text{Абсолютные остатки (absresid)} = -0,174 + 0,000033 * \text{выручка}$$

Предиктор	Коэффициент	Стандартное отклонение	Коэффициент t	p
Константа	-0,1739	0,5303	-0,33	0,747
Выручка	0,00003299	0,00001867	1,77	0,095

$$s = 0,6595$$

$$R\text{-sq} = 15,5\%$$

$$R\text{-sq(adj)} = 10,6\%$$

Дисперсионный анализ

Источник	DF	SS	MS	F	p
Регрессия	1	1,3588	1,3588	3,12	0,095
Ошибка	17	7,3946	0,4350		
Всего	18	8,7535			

Мы видим, что t-статистика составляет менее 2,00, таким образом, коэффициент не существенно отличается от нуля; следовательно, мы можем предположить, что имеется случай гомоскедастичности. Регрессия прошла вторую проверку.

Что происходит, если обнаруживается гетероскедастичность? Обычно, это означает, что некая переменная оказывает систематическое воздействие на результат. Например, если бы Вам нужно был произвести регрессионный анализ доходов фирмы относительно стоимости ее акционерного капитала и

проверить остатки по методу Гледжсера, вы обнаружили бы гетероскедастичность. Это означает, что какая-то переменная пропущена. Чтобы определить ее, Вы должны провести анализ экономических аспектов проблемы. В данном случае причина заключается в том, что крупные фирмы, как правило, получают более высокие прибыли и имеют более высокую стоимость акций по сравнению с небольшими фирмами. Однако, если Вы разделите каждую переменную на количество акций, получив, таким образом, размер прибыли на одну акцию и стоимость одной акции, а затем построите регрессию пересмотренной переменной, Вы получите гомоскедастичные результаты.

НУЛЕВОЕ СРЕДНЕЕ

Третьим предположением, которое нуждается в проверке, является предположение о том, что среднее (или средняя величина) ошибочных членов равняется нулю.

Мы анализируем среднее остатков, беря среднее арифметическое, и получаем следующий результат:

$$\text{СРЕДНЕЕ} = 0,0051992$$

Эта величина имеет малое значение, но не равняется нулю. Поэтому следующий вопрос заключается в том, существенно ли оно отличается от нуля. Как говорилось ранее, такие проверки значимости основаны на использовании *t*-статистики. При подготовке регрессии компьютер рассчитал среднее квадратичное отклонение и затем вывел *t*-статистику. Здесь проблема заключается в том, что именно нужно использовать в качестве среднего квадратичного отклонения. Для анализа значимости среднего мы выводим *t*-статистику следующим образом:

$$t = \frac{X}{1/\sqrt{N}} \quad (3)$$

где: t = *t*-статистика
 X = полученное значение среднего
 N = число наблюдений

Если Вы хотите подробнее ознакомиться с данной методологией, обратитесь к работе Ричарда Рогальски (Richard Rogalski) и Джозефа Д. Винсо (Joseph D. Vinso) «Денежная масса, цены акций и направление причинности» («Money Supply, Stock Prices and the Direction of Causality»), опубликованную в «Journal of Finance» (сентябрь 1977г., стр. 1017-1030; в сокращенном варианте была напечатана в «CFA Digest», том 8, № 2, весна

1978 г., стр. 7-8). В данном случае в уравнение подставляются следующие значения:

$$X=0,0051992$$

$$N=19$$

Решая уравнение для t , мы получаем 0,0227. Поскольку это значение не больше, чем $\pm 2,00$, среднее не существенно отличается от нуля. Таким образом, регрессия проходит третью проверку.

ПРОБЛЕМА ОШИБКИ В ПЕРЕМЕННЫХ

Регрессионный анализ предполагает, что независимая переменная является на самом деле независимой. Иными словами, предполагается, что при измерении независимой переменной не было допущено ошибок, что означает отсутствие ошибок в переменных. Опять же, если это условие этого предположения не выполняется, дисперсия может быть определена ошибочно, и t -статистика может дать ложную информацию, которая приведет к неправильному выводу. Для получения правильных результатов в рассматриваемом случае остатки должны быть независимы от независимой переменной. Это требование выражается, как $\text{Cov}(X_i, \varepsilon_i) = 0$. Одним из способов вычисления этого результата является определение коэффициента корреляции двух переменных. Произведя расчет коэффициента корреляции, мы получим следующее:

$$\text{Корреляция выручки и остатка} = 0,006$$

Используя уравнение 3, мы получим в результате, что $t = 0,0262$. Поскольку этот результат не превышает $\pm 2,00$, мы опять можем предположить, что корреляция отсутствует. Чтобы подтвердить этот результат, построение регрессии остатка относительно независимой переменной должно дать как для константы, так и для коэффициента наклона значения, равные нулю. Построив такую регрессию, в результате мы получим следующее:

$$\text{остаток} = -0,016 + 0,000001 \text{ выручка}$$

Предиктор	Коэффициент	Стандартное отклонение	Коэффициент t	p
Константа	-0,0164	0,8438	-0,02	0,985
Выручка	0,00000079	0,00002970	0,03	0,979

$$s = 0,1,049$$

$$R\text{-sq} = 0,0\%$$

$$R\text{-sq(adj)} = 0,0\%$$

Дисперсионный анализ					
Источник	DF	SS	MS	F	p
Регрессия	1	0,001	0,001	0,00	0,979
Ошибка	17	18,723	1,101		
Всего	18	18,724			

И, на самом деле, в нашем случае и константа, и коэффициент наклона равны нулю, указывая на отсутствие связи между остатком и независимой переменной. Таким образом, регрессия прошла четвертую проверку.

АВТОКОРЕЛЛЯЦИЯ

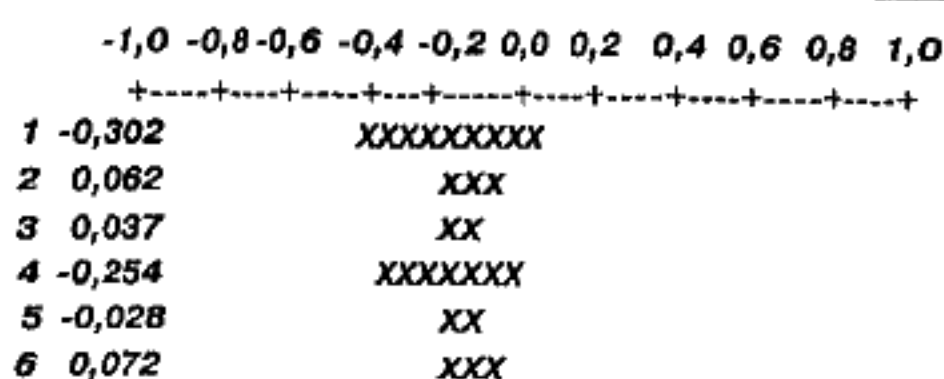
Как говорилось ранее, остатки не только должны быть независимы от независимой переменной, но должны также быть независимы друг от друга. Это означает, что остатки должны быть некоррелированными во времени. Это предположение означает, что процесс выведения данных должен быть стационарным (что будет рассмотрено ниже в данной главе). Это требование определено как $Cov(\varepsilon_t, \varepsilon_{t-i}) = 0$ для всех i , где i равняется периоду времени, отличающемуся от t ($Cov(\varepsilon_t, \varepsilon_t)$ определяется как дисперсия, которую мы рассматривали в разделе гомоскедастичности). В сущности, нам необходимо определить матрицу парных корреляций, что производится следующим образом:

$$P = Cov(j, k) / (\sigma_j * \sigma_k) \quad (4)$$

где: j = время t ,
 k = время $t-i$.

Большинство компьютерных программ, предназначенных для построения регрессии, могут выводить данную функцию автокорреляции для нескольких значений i , известных как число временных периодов. Один вопрос, который возникает в этой связи, это сколько временных периодов должно быть использовано. Ответ зависит от имеющихся данных. Если Вы используете данные по месяцам, Вы должны использовать, по крайней мере, один квартал; желательно использовать 12 периодов (один год), чтобы определить, имеется ли в этих данных сезонность. Если Вы используете квартальные данные, обычно предпочтительным является использование, по крайней мере, восьми периодов (два года). Использование годовых показателей требует, по возможности, анализа показателей по крайней мере за шесть периодов (лет).

Выведение такой автокорреляции с использованием шести периодов (поскольку у нас имеется только 19 наблюдений по месяцам) дает нам таблицу, показанную на Диагр. 11.4, в которой цифры сверху колонок формируют ось для наглядного представления данных, указанных в левой колонке. Эти результаты показывают, что для периода 1 ($i = 1$), корреляция равна 0,302; для периода 2 ($i = 2$) корреляция равна 0,062; и так далее. Ни одно из этих значений не равно нулю, поэтому следующий вопрос заключается в том, имеются ли значения, существенно отличающиеся от нулевого?

Диаграмма 11.4 Автокорреляция с использованием шести периодов

Чтобы проверить этот результат, мы снова используем уравнение 3 и сравним каждую из корреляций со следующим тестом.

Для периода 1, используя уравнение 3, мы получаем значение $-1,32$, что не превышает $\pm 2,00$. Анализируя каждый из оставшихся периодов аналогичным образом, мы видим, что ни одно из значений не превышает $\pm 2,00$. В результате регрессия прошла также и эту проверку.

Если обнаружена автокорреляция, это указывает на то, что имеется некая связь во времени, например, сезонность. Если такая связь обнаружена, необходимо «отфильтровать» сезонность, используя различные методы, такие как сглаживание, метод Бокса-Дженкинса или иной метод авторегрессии и/или сглаживания скользящей средней. Все эти методы выходят за рамки обсуждения в данной главе. Достаточно сказать, что если обнаружена автокорреляция, постарайтесь определить, какой тип сезонности присутствует, а затем используйте запаздывающую переменную для корректировки сезонности. Примеры таких способов фильтрации были рассмотрены ранее.

МУЛЬТИКОЛЛИНЕАРНОСТЬ

В данной регрессии у нас имелась только одна независимая переменная (выручка), но бывают и другие ситуации. При использовании более одной независимой переменной, как в уравнении 2, должно быть проверено отсутствие мультиколлинеарности. Иными словами, независимые переменные должны не только быть независимыми от остатков, но и независимыми друг от друга.

Существуют два способа проведения такой проверки. Оба эти способа похожи на проверку наличия ошибок в переменных. Можно определить корреляцию между любой парой независимых переменных и использовать проверку значимости, рассмотренную ранее. Аналогичным образом, матрица корреляции может быть выведена среди всех независимых переменных. Второй способ заключается в построении регрессии одной независимой переменной относительно другой для того, чтобы определить, является ли значение коэффициентов нулевым.

Если обнаружена мультиколлинеарность, это может существенно исказить результаты. Во многих случаях большие значения R^2 объясняются высокой предсказательной силой уравнения регрессии, в то время как на самом деле они просто показывают наличие связи между двумя или несколькими «независимыми» переменными, которые в действительности не являются независимыми. Для устранения мультиколлинеарности необходимо построить регрессию, каждый раз с использованием одной переменной (из числа тех, что являются коррелированными), используя только ту независимую переменную, которая обладает наибольшей объясняющей силой.

Выводы

Уравнение регрессии, построенное в нашем примере, прошло все проверки. Таким образом, мы можем полагаться на статистические выводы, полученные из выведенных коэффициентов, а t -статистика может быть использована для определения значимости.

Стационарность

Важным элементом регрессионного анализа является понятие стационарности. Крайне важно убедиться, что регрессия удовлетворяет требованию приобретения стационарности. Понятие стационарности возникает из необходимости обеспечения сопоставимости данных. При использовании регрессии необходимо сделать предположение о том, что в физическом процессе получения наблюдений используется тот же процесс.

Самым лучшим примером является пример с шарами в урне. Предположим, что в урне находится 30 шаров: 10 красных, 10 белых и 10 зеленых. Вероятность того, что будет вынут красный шар (или шар любого другого цвета) составляет $1/3$ ($10/30$). Теперь предположим, что с первой попытки Вы вытянули красный шар. Какова вероятность того, что при второй попытке Вы снова достанете красный шар? Ответ зависит от того, как Вы поступили с первым шаром.

Если Вы не вернули его в урну, то вероятность изменилась на $9/29$. Если Вы положили его обратно, тогда вероятность вновь составляет $1/3$ ($10/30$). Стационарность требует, чтобы Вы предположили, что шар был возвращен на место. Иными словами, в начале каждой новой попытки вероятность должна быть одинаковой, в противном случае Вы столкнетесь с условиями нестационарности. Большинство расчетов, включающих статистику, регрессию и оценку параметров требует наличия стационарного ряда.

Подходы к оценке машин и оборудования и методы их оценки

Используются при оценке стоимости действующего предприятия

АЛЛЕН Д. БИЛМЕР (ALLEN D. BEALMEAR)

Обычно, при оценке бизнеса, машины и оборудование оцениваются на основе концепции *справедливой рыночной стоимости при условии продолжения использования объекта оценки*. Эта концепция может быть реализована посредством применения различных методов и приемов в рамках трех базовых подходов к стоимости, известных как *затратный подход, подход на основе сравнения рыночной информации и доходный подход*.

В рамках затратного подхода, при оценке оборудования наиболее широко используется Метод анализа дисконтированной стоимости замещения (*discounted replacement cost analysis*). При отдельной оценке машин и оборудования данный метод является наименее оправданным, однако он может оказаться наилучшим, если их оценка производится в рамках оценки стоимости всего предприятия. Метод сопоставления данных о продажах, используемый в рамках подхода на основе сравнения рыночной информации, более приемлем, чем методы анализа остаточной стоимости, но он требует дополнительной корректировки с учетом потребительной стоимости (стоимости при существующем использовании). Доходный подход применяется достаточно редко, но в определенных случаях его использование является вполне оправданным.

В целом, предприятие или компания может располагать целым парком станков, механизмов и оборудования, начиная с производственного и обрабатывающего оборудования и кончая офисной мебелью и оборудованием, приспособлениями, инструментами и т.д. В совокупности общая стоимость машин и оборудования (движимого имущества) составляет существенную часть общей стоимости бизнеса.

В данной главе мы не будем касаться вопросов недвижимости. Существует четкая граница между тем, что включается в категорию механизмов и оборудования, и тем, что входит в категорию недвижимости. Значительная часть того имущества, которое многие относят к недвижимости, может представлять собой механическое оборудование, например бойлеры или

мостовые краны. В этой связи при проведении оценки предприятия крайне важно привлечь к работе квалифицированных специалистов как в области оценки машин и оборудования, так и в области оценки недвижимости. Оценщик должен обладать четким представлением о практическом использовании методов и подходов, о которых мы будем говорить в данной главе на основе примеров. Кроме того, крайне важно обеспечить тесное взаимодействие между оценщиком бизнеса и другими специалистами по оценке, привлеченными к данной работе, включая специалиста по оценке машин и оборудования и оценщика недвижимости. Если фирма, занимающаяся оценкой компаний и предприятий, не имеет возможности предоставить таких специалистов, ей следует обратиться за содействием к компаниям, специализирующимся в соответствующих сферах оценки.

Затратный подход имеет один существенный недостаток: при определении стоимости оценщику приходится учитывать как положительное, так и отрицательное воздействие всех физических, функциональных или экономических факторов по отношению к отдельному предмету оборудования или отдельной категории оборудования. Далее, при проведении оценки оборудования как части оценки предприятия, обязательным требованием является определение всех затрат на монтажные работы, которые могут оказать воздействие на потребительную стоимость. В таких случаях также важно, чтобы оценщик машин и оборудования был компетентен в проведении анализа затрат. В целом затратный подход обычно ограничивает результаты оценки, однако при этом можно провести перекрестную проверку результатов с использованием других методов. Значительные расхождения в заключениях о стоимости, полученные в результате применения любого из методов, должны быть объяснимы, иначе такие заключения могут ввести в заблуждение и, в итоге, привести к искажениям в оценке бизнеса.

Ни один аспект оценки, использованный для подготовки заключения о стоимости, не может быть важнее другого. Исключение составляют те случаи, когда анализ чистого дисконтированного денежного потока представляется единственной базой оценки. Суммарное количество предметов оборудования и объектов недвижимости не составляет общую стоимость компании. Может ли обоснованная рыночная стоимость имеющегося недвижимого и движимого имущества когда-либо превышать стоимость бизнеса, определенную на основе метода дисконтированного денежного потока, без неизбежного вывода о том, что предприятие в этом случае должно быть неплатежеспособным? При оценке стоимости машин и оборудования в качестве части процесса оценки бизнеса в целом следует задать несколько вопросов. Ниже приведены некоторые из наиболее важных соображений:

1. Включает ли стоимость оборудования, определенная для целей оценки бизнеса, стоимость монтажных работ, специальных фундаментов, котлованов, электрического оборудования и трубопроводов?
2. С какими целями или кем могут использоваться и, соответственно

иметь стоимость инструменты, формы, арматура, приспособления и прочие «товары» длительного пользования?

3. Является ли физический износ единственным отрицательным фактором, влияющим на снижение стоимости оборудования?
4. Имеют ли какое-либо значение различные типы устаревания, если оборудование оценивается с учетом его установки/использования?
5. Какое влияние оказывают экономические факторы на стоимость установленного/используемого оборудования, и как его можно представить в количественном выражении?

Оценщик машин и оборудования должен уметь ответить на эти вопросы. При выборе оценщика наилучшей и единственной гарантией его компетентности в любой области оценки является наличие у него сертификата, выданного по результатам тестирования, проведенного квалификационной комиссией, включающей специалистов в данной области.

По общему признанию, метод оценки оборудования путем сопоставления данных по его продаже является наиболее точным и обоснованным из всех прочих стандартных подходов к определению его стоимости, и в особенности, если механизмы и оборудование отвечают следующим критериям:

1. Оцениваемые машины и оборудование приобретаются и реализуются на открытом рынке.
2. Машины и оборудование не являются уникальными или единственными в своем роде, или же опытными образцами, находящимися в эксплуатации.
3. Характеристики машин и оборудования не претерпели существенных изменений в соответствии с текущими потребностями владельца, по сравнению с первоначальными спецификациями производителя (в частности, не включают дополнительных приспособлений, арматуры, несъемных базовых деталей и компонентов и т.д.).

Дифференцирование подходов к оценке неизбежно требует перенесения акцента со слова «рыночный» на слово «сравнение», поскольку подбор *текущей рыночной информации* фактически в равной мере используется при любом подходе — будь то подход на основе затрат, доходов или сопоставления данных о продажах.

При использовании доходного подхода считается, что анализ стоимости отдельной единицы оборудования на основе вклада в общую прибыль компании редко имеет смысл. Очевидно, что если речь идет о рентабельном производстве, с экономической точки зрения наличие такой стоимости несомненно, — ведь иначе эта единица оборудования не использовалась бы. Далее, при применении подхода на основе сравнения рыночной информации, затраты на установку оборудования или наличие специальных характеристик обо-

рудования редко принимаются во внимание, в то время как в рамках затратного подхода учитывается как само оборудование, так и его использование; причем затратам на установку оборудования придается особое значение.

Оценка машин и оборудования в рамках оценки предприятия требует применения концепции рыночной стоимости с учетом установки оборудования. Далее, следует учесть имеющиеся в наличии инструменты, приспособления и устройства, которые удобнее оценивать в рамках соответствующей ассортиментной группы. Оценку проще производить на основе анализа стоимости замещения с учетом физического износа и/или устаревания в силу любых причин (если это применимо).

При оценке машин и оборудования в рамках общей оценки бизнеса возможно также использование затратного подхода, который требует меньшего количества субъективных решений при корректировке, если оценка выполняется квалифицированным специалистом. Для определения стоимости оборудования оценщику необходимо произвести оценку всех перечисленных выше составляющих, таких как стоимость установки, наличие конструктивных изменений, устаревание с точки зрения функционального состояния, а также учесть наличие внешних или экономических факторов.

Эксперту по оценке бизнеса бывает непросто найти квалифицированного оценщика машин и оборудования, и, в ряде случаев, лучше всего сделать выбор на основании репутации специалиста. В то же время при этом в качестве одного из критериев выбора рекомендуется руководствоваться наличием сертификации специалиста в соответствующей области оценки на основании тестирования, проводимого уполномоченной квалификационной комиссией или организацией. Одной из таких организаций является Американское общество оценщиков (ASA); оно предлагает своим членам, специализирующимся на оценке машин и оборудования, соответствующее обучение, тестирование и сертификацию. В соответствии с этическими нормами профессиональной практики сертифицированный оценщик не должен заниматься данным родом деятельности, если он не способен производить оценку надлежащим образом и в полном объеме. Соблюдение норм и стандартов также обеспечивает строгую последовательность системы применяемых формулировок и методов. Не является признаком недоверия и то, что результаты оценки могут быть проверены оценщиком-экспертом, руководствующимся требованиями профессиональной этики, которые провозглашаются Фондом оценки (Appraisal Foundation) и изложены в документе, называемом Единые стандарты профессиональной практики в области оценки (*Uniform Standards of Professional Appraisal Practice*).

Стоимость в пользовании

Рыночная потребительная стоимость (стоимость в пользовании) предмета оборудования включает в себя стоимость его установки, а также оценку

вклада этого предмета оборудования в производственный процесс. Данный вид стоимости предполагает длительное использование предмета оборудования в привязке к другому установленному оборудованию. Концепция обоснованной рыночной стоимости установленного оборудования подразумевает стоимость установленного предмета оборудования, который используется на момент оценки и который предполагается использовать в дальнейшем.

В рамках подхода, основанного на стоимости активов, данная концепция применяется только для определения стоимости материальных активов функционирующего предприятия, или же для распределения цены приобретения после покупки бизнеса. В процессе расчетов для определения этой стоимости оценщик использует следующие подходы.

Затратный подход. Оценка текущей стоимости замещения механизмов и оборудования за вычетом накопленного износа (амортизации). Накопленный износ включает уменьшение стоимости вследствие физического износа, а также в результате функционального и экономического устаревания. Функциональное устаревание представляет собой снижение способности оборудования выполнять те функции, для которых оно предназначено в соответствии с текущими стандартами и спецификациями. Причиной функционального устаревания могут являться такие недостатки самого оборудования, как конструктивные дефекты или устаревание данной модели, или же наличие конструкции, предусматривающей завышенные технические требования или излишний запас прочности. Экономическое устаревание представляет собой уменьшение стоимости вследствие действия факторов, не относящихся к конструктивным или другим характеристикам оцениваемого предмета оборудования, таких как снижение спроса на рынке на конечную продукцию, производимую с использованием данного станка или оборудования. Факторы, воздействующие на оцениваемое оборудование, часто называются «негативными внешними силами».

Подход на основе сравнения рыночной информации. Сопоставление с аналогичным оборудованием, проданным ранее или предлагаемым на рынке в настоящее время. Приблизительная оценка обоснованной рыночной стоимости установленного оборудования может быть произведена посредством его сравнения с аналогичным оборудованием, которое было реализовано за последнее время или предлагается к продаже на текущий момент. Из всей совокупности такого сопоставимого оборудования могут быть выделены отдельные единицы оборудования с учетом факторов, на базе которых производится сравнение, таких как производительность, срок эксплуатации, месторасположение и дата продажи (в тех случаях, когда это приме-

нимо). Характеристики таких единиц оборудования могут быть рассмотрены в процессе определения скорректированной стоимости каждого предмета, подвергаемого оценке.

Возможность реализации отдельного механизма или предмета оборудования также относится к факторам, определяющим его стоимость. Данный показатель, как мера спроса, определяется с приблизительной точностью посредством анализа продаж аналогичных механизмов и оборудования на рынке за последний период времени. В случае отсутствия данных о фактических продажах соотношение соответствующих показателей зачастую устанавливается на основе цены, «запрашиваемой» дилером за аналогичные предметы оборудования.

Доходный подход. Капитализация чистого дохода, который приносит эксплуатация данного оборудования. Этот подход, несомненно, используется только в особых случаях, при отсутствии сопоставимых данных по продажам для корректировки стоимости данного оборудования. Данный подход следует использовать только для оценки особо важного оборудования, и детали такой оценки, как правило, не включаются в отчет об оценке.

Стоимость некоторых категорий машин и оборудования регулярно уменьшается в результате их эксплуатации (физического износа). В других случаях функциональное устаревание определяется посредством сравнения с другим оборудованием, которое может быть более производительным и рентабельным.

Стоимость оборудования корректируется также с учетом затрат на монтаж и установку, которые могут включать следующие расходы:

- Транспортные расходы
- Расходы на электромонтажные работы
- Затраты на сооружение специального фундамента
- Затраты на работы, связанные с особенностями монтажа (например, сооружение двойных полов, специальных стен, котлованов и т.д.)
- Затраты на адаптационную доработку
- Затраты на прокладку труб

Необходимо подчеркнуть, что данный вид стоимости оборудования не учитывает стоимость его физической или функциональной замены, а скорее представляет собой стоимость конкретного оборудования на основе соответствующего определения. При прочих равных условиях вполне возможно,

что точный аналог конкретного предмета оборудования, будучи найден, может быть куплен за цену, определенную в соответствии с данной концепцией. При этом в процессе сопоставления с таким аналогом следует делать соответствующие поправки с учетом месторасположения, монтажа, состояния оборудования, особенностей отрасли, местных экономических условий и возможного интереса покупателя с учетом всех «причин и следствий», вытекающих из данной концепции.

Стандартные определения терминов, используемых при оценке машин и оборудования

Приводимый список включает наиболее часто используемые в оценке машин и оборудования термины и определения, разработанные, одобренные и принятые Американским обществом оценщиков (American Society of Appraisers — ASA).

Полная восстановительная стоимость в текущих ценах (Reproduction Cost, New). Стоимость изготовления точной копии объекта оценки в текущих ценах с использованием идентичных или аналогичных материалов.

Стоимость замещения в текущих ценах (Replacement Cost, New). Текущая стоимость объекта-аналога, имеющего характеристики, эквивалентные характеристикам объекта оценки.

Обоснованная рыночная стоимость (Fair Market Value). Стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде справедливой для обеих сторон цены, которую, в соответствии с обоснованными предположениями, может заплатить покупатель при обмене объектом собственности между желающим продать его продавцом и желающим его приобрести покупателем, без какого-либо принуждения к совершению такой продажи или покупки, при полной информированности обеих сторон в отношении всех фактов, имеющих отношение к сделке. (При оценке движимого имущества это определение должно быть расширено на основании функции и цели оценки.)

Обоснованная рыночная стоимость при непрерывном использовании (Fair Market Value in Continued Use). Оцененная стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде суммы, которую, в соответствии с обоснованными ожиданиями, может заплатить покупатель при обмене объектом собственности между желающим продать его продавцом и желающим приобрести его покупателем, справедливая для обоих, уплачиваемая без какого-либо принуждения к совершению такой продажи или покупки, при полной информированности обеих сторон относительно всех фактов, имеющих отношение

к сделке, включающая в себя стоимость монтажа и предполагающая, что размер доходов, обеспечиваемых объектом, соответствует заявленной стоимости

Обоснованная рыночная стоимость установленного оборудования (Fair Market Value, Installed). Оцененная стоимость установленного оборудования в денежном эквиваленте, выраженная в виде суммы, которую, в соответствии с обоснованными ожиданиями, может заплатить покупатель при обмене объектом собственности между желающим продать его продавцом и желающим приобрести его покупателем, справедливая для обоих, уплачиваемая без какого-либо принуждения к совершению такой продажи или покупки, при полной информированности обеих сторон относительно всех фактов, имеющих отношение к сделке

Обоснованная рыночная стоимость с учетом перемещения оборудования (Fair Market Value, Removal). Оцененная стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде суммы, которую, в соответствии с обоснованными ожиданиями, может заплатить покупатель при обмене объектом собственности между желающим продать его продавцом и желающим приобрести его покупателем, справедливая для обоих, уплачиваемая без какого-либо принуждения к совершению такой продажи или покупки, при полной информированности обоих в отношении всех фактов, имеющих отношение к сделке, с учетом перемещения объекта собственности на новое место.

Ликвидационная стоимость установленного оборудования (Liquidation Value in Place). Оцененная стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде валовой выручки, которую, в соответствии с прогнозом, можно получить в случае банкротства предприятия на основе предположения о том, что все предприятие будет продано целиком в течение ограниченного периода времени.

Ликвидационная стоимость при ликвидации в обычном порядке (Orderly Liquidation Value). Оцененная стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде валовой выручки, которая в типичном случае может быть получена от продажи, с учетом разумного периода времени, необходимого для того, чтобы найти покупателя, при вынужденной продаже предприятия на условии «как есть»/«где есть»

Ликвидационная стоимость при продаже в принудительном порядке (Forced Liquidation Value). Оцененная стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде валовой выручки, которая в типичном случае может быть получена от продажи предприятия на должным образом проведенных торгах, после надлежащего оповещения об этом, при вынужденной срочной продаже предприятия на усло-

нии «как есть»/«где есть»¹.

Ликвидационная стоимость (Salvage Value). Стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде суммы, которая может быть выручена при продаже всего имущества, или соответствующей части имущества, в случае выхода из употребления, для использования в любом другом месте.

Стоимость лома (Scrap Value). Стоимость в денежном эквиваленте, выраженная в виде суммы, которая может быть выручена при продаже имущества, непригодного к дальнейшей эксплуатации, по цене материала, из которого оно изготовлено.

Страховая стоимость на базе стоимости замещения (Insurance Replacement Cost). Указанная в страховом полисе стоимость замещения объекта оценки аналогом в текущих ценах, за вычетом стоимости замещения тех предметов, которые были исключены из полиса, если таковые имелись.

Страховая стоимость с учетом износа (Insurable Value Depreciated). Страховая стоимость замещения за вычетом накопленного износа, установленного для целей страхования.

Особые обстоятельства могут потребовать введения других определений, не включенных в данный список. Для описания понятий стоимости существует большое количество терминов. Предлагаемые здесь определения приводятся для того, чтобы дать представление о базовых концепциях, а не просто для указания приемлемых вариантов определений, поскольку отдельные задания на оценку могут потребовать использования нескольких понятий. В таких случаях эти определения могут быть расширены или изменены в соответствии с целями и функциональным назначением оценки, при условии, что это не приведет к изменению базовой концепции.

¹ "as-is/where-is" basis - продажа на месте в существующем виде без гарантии качества

Эмпирические правила: что они собой представляют и как ими пользоваться.

ТОМАС Л. УЭСТ (THOMAS L. WEST)

Эмпирическое правило — не что иное, как рецепт домашнего приготовления, используемый при оценке. Такое руководство к действию легко запомнить, а располагается эта путеводная нить где-то посередине между математической формулой и гаданием на кофейной гуще... Эмпирические правила похожи на необходимые в быту инструменты. Они помогают оценить ту или иную проблему или ситуацию. С их помощью легче вникнуть в тонкости обсуждаемого вопроса, поскольку они дают возможность почувствовать суть дела... Возникновение современной практики использования эмпирических правил уходит корнями в проблемы, связанные с необъятностью массива накопленной информации. Среднестатистический человек, сталкиваясь с компьютером, объемистыми томами информационных изданий и несколькими докторскими диссертациями в придачу, испытывает ту же растерянность, что и начинающий химик, пытающийся изготовить порох, не зная при этом соответствующей формулы.

*Из предисловия к книге Тома Паркера «Эмпирические правила»
(Tom Parker, Rules of Thumb, Houghton Mifflin, 1983 г.)*

Эмпирические правила позволяют взглянуть изнутри на проблемы стоимости предприятия, компании или доли в ней, а также на вопросы обеспечения и надежности бизнеса. Тем не менее, данные о стоимости, полученные с использованием эмпирических правил, не должны играть решающей роли при принятии решения, если они не подкреплены другими методами оценки, или если не становится очевидным, что покупатели и продавцы, хорошо осведомленные в вопросах оценки, придают большое значение эмпирическим правилам.

*Стандарты оценки бизнеса, выпущенные
Американским обществом оценщиков.*

Эмпирические правила не должны использоваться сами по себе. Однако они могут подтвердить обоснованность оценок, полученных с использованием других методов. Например, представьте, что консультант использует Метод капитализации доходов, и в результате расчетов получает величину стоимости, значительно превышающую «разумную», с точки зрения существующих эмпирических

ких правил. Даже если стоимость, установленная с помощью Метода капитализации доходов, в данном случае может быть вполне обоснованной, консультанту необходимо убедиться в наличии оснований для назначения цены, существенно отличающейся от той величины, которую подсказывают существующие эмпирические правила и показатели.

Джей Э. Фишмен, Шэннон П. Прайт, Дж. Клиффорд Гриффит и Д. Кейт Уилсон, «Руководство по оценке стоимости бизнеса»¹ (Jay E. Fishman, Shannon P. Pratt, J. Clifford Griffith, and D. Keith Wilson, *Guide to Business Valuations*, Practitioners Publishing Company, Fort Worth, TX).

Люди предпочитают простой, «приземленный» подход, основанный на эмпирических правилах. И, в соответствии с «эмпирическим правилом», их мнение является хорошим индикатором цены товара. Джефф Райт, автор книги «Сколько стоит бизнес?» (Jeff Wright, *What is a Business Worth?*, 1990 г.), пишет: «Эмпирические правила могут быть пророчествами, сбывающимися сами по себе. Чем чаще используется какое-нибудь из них, тем больше людей — покупателей, продавцов, агентов, оценщиков и прочих, готово его признать». Данная цитата кажется нам убедительной. К несчастью, мы подозреваем, что однажды обнародованное эмпирическое правило сразу становится непреложным фактом. Эмпирические правила по праву занимают свое место, но мы не хотим, чтобы Вы слепо доверяли им в качестве метода оценки, или чего-либо подобного. Оно то, что оно есть — эмпирическое правило!

Джефф Джонс, член ассоциации сертифицированных посредников по купле и продаже бизнеса (Certified Business Brokers), расположенной в г. Хьюстон, штат Техас, и один из редакторов данного руководства, однажды написал в своей статье «Эмпирические формулы для оценки малого предприятия» (Jeff Jones, *Rules of Thumb Formulas for Small Businesses*), опубликованной в издании Американского общества оценщиков *Business Valuation News*:

«Из-за недостатка сведений по сделкам купли-продажи в секторе малого бизнеса и большой потребности в сведениях такого рода со стороны покупателей, продавцов и оценщиков, торговыми ассоциациями и специалистами-практиками в сфере продажи бизнеса были разработаны формулы на базе эмпирических правил. В лучшем случае, эти формулы помогут найти благоразумное решение, но не более того. Не удастся в точности применить их для какого-то конкретного случая из-за множества различных критериев, даже в одной и той же отрасли. Вообще говоря, такие формулы основываются на усреднении сопоставимых данных действующих компаний, включая рентабельные и убыточные предприятия. Опасность использования средних показателей можно сравнить с положе-

¹ Перевод данной книги был издан в 2000г. Руководство по оценке стоимости бизнеса/ Фишмен Джей, Шеннон Прайт, Гриффит Клиффорд, Уилсон Кейт, Пер с англ. Л И Лопатников. Под ред. проф. В.М.Рутгайзера. — М.: ЗАО "Канито-Консалтинг", 2000. — 388 с. ISBN 5-93746-001-4.

нием человека, который одной ногой стоит в ведре с холодной водой, а другой в ведре с горячей. «В среднем», он чувствует себя неплохо.»

Глен Десмонд, автор книги *«Руководство по формулам оценки малого бизнеса и эмпирическим правилам»* (Glenn Desmond, Handbook of Small Business Valuation Formulas and Rules of Thumb, Valuation Press, 1987 г.), перечисляет некоторые преимущества использования эмпирических правил. Их преимущества таковы:

- Они вырабатываются на основе рыночных условий
- Они дают возможность сравнить предложения на рынке
- Они служат в качестве универсального руководства.
- Они определяют диапазон цен.
- Они просты в использовании.
- Они могут применяться для предварительной оценки.

Есть и недостатки:

- Они по определению являются указаниями общего характера.
- Не существует единой формулы на все случаи жизни.
- Не все виды бизнеса имеют спрос на рынке.

Если информация по интересующему Вас бизнесу в этой главе отсутствует, или Вам требуется проверенное эмпирическое правило для интересующей Вас отрасли, даем несколько советов:

- Позвоните в предприятие аналогичного профиля, расположенное в Вашем или в ближайшем городе.
- Позвоните оптовому торговцу или дистрибьютору, непосредственно занимающемуся операциями в данной отрасли экономики.
- Позвоните в торговую или промышленную ассоциацию данной отрасли.

ВНИМАНИЕ

Указанные ниже эмпирические правила и показатели были собраны из различных источников. Большинство из них представляет собой процентное выражение величины валового дохода (объема реализации, суммы оплаченных счетов за год, годовой величины валового дохода, годового размера полученных гонораров, годовой выручки, причем все они равноценны в смысле применения эмпирических правил). Убедитесь, что от-

резок времени — «месяц», «год», «годовой», — соответствует тому эмпирическому правилу, которое Вы используете. Скорректированный годовой объем дохода в случае применения эмпирического правила соответствует общему денежному потоку, включая заработную плату владельца и чистую прибыль самого бизнеса. Другими словами, это величина пересмотренного, нормированного дохода, который часто называют дискреционным доходом продавца или наличными средствами компании.

Одним из самых распространенных методов установления цены является нахождение величины, кратной величине так называемых дискреционных наличных средств продавца (**Sellers Discretionary Cash — SDC**). Данный показатель может быть назван по-другому, но если название содержит термин *Sellers Discretionary Cash*, то обычно речь идет об одном и том же. Основная область применения SDC — это оценка предприятий малого бизнеса. SDC представляет собой общий денежный поток компании, включая чистую прибыль, амортизацию (в большинстве случаев), заработную плату владельца или суммы из средств компании, которыми пользуется владелец, проценты, завышенные суммы заработка и льгот членов семьи, затраты на оплату автомобилей, командировочные расходы — все издержки, не относящиеся к основной деятельности компании. Другими словами, это расход денежных сумм на усмотрение владельца, после оплаты всех издержек, необходимых для функционирования основного производства. Не следует забывать, что в случае наличия убытка от основной деятельности компании его сумма должна быть вычтена из SDC. Дополнительная информация по этому вопросу содержится в Главе 17, в которой Джефф Джонс рассматривает вопросы, связанные с дискреционными доходами компаний.

В некоторых из нижеприведенных правил упоминается термин «оговорка о привязке цены компании к уровню доходов в будущем». Смысл его заключается в том, что в зависимости от типа бизнеса, и, как правило, от личных связей владельца, цена предприятия в конечном счёте зависит от объема продаж или выручки при новом владельце. Окончательная цена корректируется с учетом этого фактора, обычно в конце первого года после покупки.

Перед тем, как перейти к перечню эмпирических правил, необходимо напомнить о двух важных обстоятельствах.

- Приводимые ниже эмпирические правила и показатели не являются средством окончательной оценки бизнеса. Их можно принять в качестве «прикидки», дающей основания рассматривать определенный диапазон цен.
- Мы не даем никаких гарантий. Приведенные эмпирические правила

собраны из разных источников. Эти источники представляются нам вполне надежными, однако в числе наших друзей и коллег вполне могла оказаться пара человек, которые не смогли побороть искушения подбросить нам «подарок» и посмотреть, как мы с этим справимся. Мы очень старались, но единичные неточности могли пройти мимо нашего внимания. Да и мы сами могли сделать себе такой «подарок».

Приводимые эмпирические правила взяты из руководства *The Business Reference Guide*, ежегодно публикуемого издательством Business Brokerage Press, г. Конкорд, штат Массачусетс. Перепечатка осуществляется с разрешения издательства.

Бухгалтерская (консультационно-аудиторская) фирма/практика 90%-150% суммы выставленных счетов за год + стоимость основных средств + (как правило) гарантия сохранения прежнего товарооборота (по сумме выставленных счетов) в течение одного года.

Рекламное агентство 75% годовой выручки (суммы выставленных счетов). Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Служба охранной сигнализации (системы безопасности) Месячная выручка, умноженная на коэффициент от 24 до 28, из расчета средней выручки на одного клиента \$18 в месяц.

Служба ответов на телефонные звонки Месячная сумма оплаченных счетов, умноженная на коэффициент от 13 до 16. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Магазин верхней одежды Объем SDC, умноженный на коэффициент от 0,75 до 1,5. Прибавьте стоимость оборудования и товарно-материальных запасов.

Мастерская по ремонту бытовой техники Объем SDC, умноженный на коэффициент от 1 до 1,5. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов, приспособлений и оборудования.

Мастерская по ремонту кузовов автомобилей 35-40% годовой валовой выручки.

Мастерская по ремонту и регулировке тормозных систем автомобилей Месячный объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость

товарно-материальных запасов.

Автодилер, продажа новых автомобилей 50% SDC. Прибавьте стоимость товарного запаса автомобилей (новых и подержанных), а также запчастей, приспособлений и оборудования.

Автодилер, продажа подержанных автомобилей Балансовая стоимость автомобилей по оптовым ценам плюс стоимость товарно-материальных запасов. Не включает «гудвилл». Прибавьте стоимость запчастей, приспособлений и оборудования.

Мастерская по замене смазки/регулировке автомобилей Автоматическая установка Auto Quick Lube (минимум 2 секции):

Коэффициент	Денежный поток владельца (SDC)
1.5 x	до \$40000+
2.0 x	до \$60000+
3.0 x	до \$80000+
3.5 x	до \$95000+ (объем продаж, как правило, превышает \$600000)

Эмпирические правила применимы как для мастерских, работающих по договору франшизы с производителем, так и для других мастерских. Для автоматических установок по смазке и регулировке вычтите из указанной суммы 20%.

Запасные части для автомобилей, розничная торговля Месячный объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Запасные части, аксессуары и другие детали для автомобилей 30% годового объема продаж.

Прокат автомобилей Кол-во автомобилей, умноженное на \$ 1000.

Ремонт автомобилей Месячный валовой объем продаж, умноженный на 3. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Автотехцентр (минимум 4 отсека):

Коэффициент	Денежный поток владельца (SDC)
1.0 x	до \$40000+
1.5 x	до \$60000+
2.0 x	до \$90000+
3.0 x	до \$150000+ (объем продаж, как правило, превышает \$750000)

Эмпирические правила применимы как для центров, работающих по договору франшизы с производителем, так и для других центров.

Автосервис/шиномонтаж Объем SDC, умноженный на коэффициент от 2 до 3, плюс стоимость товарно-материальных запасов. Если объем продаж превышает 1 млн. долл. в год, в соответствии с эмпирическими правилами берется 40% общего годового объема продаж

Автомобили/аварийно-спасательные работы/ переработка/ демонтаж/ скрапоразделочный двор Месячный объем продаж, умноженный на 2. Прибавьте стоимость материальных активов.

Мастерская по ремонту и регулировке трансмиссий автомобилей 30% годового валового объема продаж.

Булочная (бублики, рогалики) 30% годового валового объема продаж.

Пекарня Месячный валовой объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Пекарня и кафе 35-40% годового объема продаж.

Парикмахерская 10-25% SDC. Прибавьте \$1500 на одно кресло.

Салон красоты 25-35% годовой валовой выручки. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов

Гостиница с завтраком От \$50000 до \$100000 на один гостиничный номер.

Мелкооптовая торговля пивом Сумма продаж за последние 12 месяцев из расчета \$1,50 за коробку. Прибавьте стоимость материальных активов и товарно-материальных запасов.

Магазин розничной торговли пивом и вином Месячный валовой объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Магазин по продаже велосипедов 25% годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Бильярдная 45% годового объема реализации услуг.

Дилер по продаже лодок и катеров 1 годовой объем SDC. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов

Бухгалтерская фирма (услуги в сфере бухгалтерского учета) 50% годовой валовой выручки.

Книжный магазин 40-45% годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов

Боулинг Годовой объем SDC, умноженный на коэффициент от 5 до 6 (если продается вместе с недвижимостью). Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов. Если продается без недвижимости, годовой объем SDC, умноженный на коэффициент от 3 до 4. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Пивной бар 40% годового объема продаж.

Фирма или магазин строительных материалов со складом пиломатериалов 25% годового объема SDC. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Площадка под кемпинг Объем SDC, умноженный на коэффициент от 7 до 7,5. Прибавьте стоимость складских и магазинных запасов.

Кондитерский магазин 30-35% годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Мойка автомобилей, комплексное обслуживание 1 годовой объем валовой выручки.

Мойка автомобилей, без заправки 1 годовой объем валовой выручки.

Мойка автомобилей с монетными автоматами \$10000 на секцию.

Обслуживание банкетов/доставка готовых блюд на дом 25% годового объема продаж.

Пункт выдачи наличных по чекам 65% годовой выручки.

Гриль-бар (цыплята-гриль)/торговля на вынос 37-40% годового валового объема продаж.

Китайский ресторан/торговля на вынос 35-45% годового объема продаж.

Кабинет мануальной терапии 20-70% годовой выручки. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Коктейль-бар 40-45% годового валового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Магазин «кофе-чай» 40-45% годового валового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Прачечная самообслуживания 75% годового валового объема продаж.

Служба инкассации 18% годовой суммы инкассации.

Компьютерное ателье 125% годового скорректированного объема доходов. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Бетонный завод 331/3 % годового объема SDC. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Строительные работы/монтаж систем отопления и кондиционирования 20-25% годовой валовой выручки.

Небольшой магазин самообслуживания (с удлинённым рабочим днем) 15-25% годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Небольшой магазин самообслуживания (с удлинённым рабочим днем), без продажи пива и без заправки автомобилей 10% годового валового объема продаж.

Небольшой магазин самообслуживания (с удлинённым рабочим днем), с продажей пива и с заправкой автомобилей (например, магазины «7-11», «Circle K», и др.)

Коэффициент	Денежный поток владельца (SDC)	Галлонов/мес.
1.0 x	до \$50000+	в среднем 50000
2.0 x	до \$90000+	в среднем 75000+
1.0 x	до \$150000+	в среднем 100000+

Эмпирическое правило: прибавьте 10% для независимых магазинов.

Сельский магазин 175% годового объема SDC. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Ежедневная доставка молочных продуктов на дом Месячный валовой объем продаж, умноженный на 3. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Дневной пансион для детей \$1000-\$2000 на одного зачисленного ребенка (на полный день) — только для коммерческих пансионов и при условии полного заполнения имеющихся мест.

Кулинария. Продажа на вынос/закусочная: 35-40% годового валового объема продаж; фабрика-кухня: 50-55% годового валового объема продаж; в офисных зданиях. 45-50% годового валового объема продаж.

Стоматологическая лаборатория 1 SDC + оборудование и товарно-материальные запасы; объем SDC, умноженный на 2, включая стоимость оборудования и товарно-материальных запасов.

Стоматологическая практика Чистые активы + 25-30% годовой выручки. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Ресторан-закусочная 30% годового объема продаж.

Служба прямой рассылки, рекламное агентство 40% годовой валовой выручки.

Дистрибьютор, электротовары 25% годовой валовой выручки.

Дистрибьютор, продукты питания 35-40% годовой валовой выручки.

Дистрибьютор, промышленное снабжение 30% годовой валовой выручки.

Дистрибьютор, обслуживание зданий и сооружений 30% годовой валовой выручки.

Дистрибьютор, медицинское оборудование и материалы 50% годовой валовой выручки.

Пончиковая 40-50% годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Магазин одежды Месячный объем продаж, умноженный на 2. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Ресторан для автомобилистов² 35-45% годового валового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Химчистка 80-110% годового валового объема продаж.

Агентство по трудоустройству 50% годовой валовой выручки. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Инжиниринговая/архитектурная фирма 40% годовой суммы полученных гонораров. Прибавьте стоимость приспособлений и оборудования. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Прокат оборудования 95-100% годового валового объема продаж.

Магазин ткани/рукоделие Месячный валовой объем продаж, умноженный на 3. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Фитнесс-центр Годовая валовая выручка за последний год

Цветочный магазин (магазин цветоводства) 25-30% годового объема продаж. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Похоронное бюро (ритуальный зал) Годовой объем реализации услуг. Прибавьте стоимость приспособлений и оборудования.

Магазин мебели/бытовых электроприборов 10% годового объема продаж. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Вывоз мусора и отходов Годовой валовой объем продаж, умноженный на коэффициент от 1,5 до 2,5.

Цветоводческий центр/питомник Месячный валовой объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

² Рестораны, в которых клиентам еду подают прямо в автомобиле

Автозаправочная станция, с полным обслуживанием или с системой самообслуживания Месячный валовой объем продаж, умноженный на 3. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Бензоколонка при мини-маркете 14% годового валового объема продаж.

Магазин подарков 30% годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Площадка для игры в гольф Доход от сдачи в аренду площадки и оборудования, умноженный на 4 (аренда площадок, тележек; не включает выручку магазина инвентаря для игры в гольф, а также объем реализации еды и напитков)

Магазин деликатесов 20% годового объема продаж плюс стоимость товарно-материальных запасов.

Бакалейный магазин 11% годового валового объема продаж.

Магазин металлических изделий 34% годового валового объема продаж.

Магазин диетических продуктов Годовой объем SDC, умноженный на коэффициент от 1 до 1,5. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Магазин товаров для хобби 20% годового объема SDC. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Отель Годовой валовой объем реализации услуг, умноженный на 2,5.

Магазин мороженого/йогуртов 45-50% годового валового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Гостиница (загородная) \$50000 - \$100000 за гостиничный номер.

Страховое агентство 100% годовой валовой суммы комиссионных. (Относится к многопрофильным агентствам с валовой суммой комиссионных \$100000-\$200000.

Обслуживание зданий и сооружений 55% годового валового объема

реализации услуг.

Архитектурно-ландшафтные работы 40-50% годовой валовой выручки.

Юридическая практика 0-100% годовой выручки (суммы гонораров). Стоимость фирм, специализирующихся в области имущественных прав, приближается к 100% указанной суммы. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Прачечная Недельный объем реализации услуг, умноженный на 25.

Винный магазин 27% годового валового объема продаж.

Аренда автомобилей представительского класса 75% годовой выручки.

Магазин/Мастерская по ремонту замков и изготовлению ключей
Месячный валовой объем продаж, умноженный на 4

Фирма по предоставлению услуг горничных и домработниц 30-35% годового валового объема реализации услуг.

Служба абонентских почтовых ящиков 40% годового валового объема реализации услуг за вычетом прямых затрат на продаваемые товары (например, на марки, денежные переводы, оплату тарифов UPS³).

Производство (общий случай) 40% годового валового объема продаж.

Пристань для яхт Объем SDC, умноженный на коэффициент от 8 до 10 (если включает недвижимость). Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов (если их сумма достаточно значительна).

Мясной магазин Месячный валовой объем продаж, умноженный на 5. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Медицинская практика Для небольшой практики: 20-40% годовой выручки (суммы гонораров); практика с суммой гонораров \$125000: 20-60% указанной суммы. Оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем может потребоваться в обоих случаях.

Стоянка жилых автофургонов Месячный доход, умноженный на коэффициент от 3 до 8.

³ United Parcel Service - Единая посылочная служба (транснациональная корпорация, предоставляющая услуги экспресс почты)

- Мотель** Годовая валовая выручка, умноженная на коэффициент от 3 до 4. Для мотелей в курортной местности коэффициент может достигать 5.
- Кинотеатр** 4-6% годового валового объема продаж. Прибавьте стоимость приспособлений и оборудования.
- Музыкальный магазин** Объем SDC, умноженный на коэффициент от 4 до 7, плюс стоимость приспособлений и оборудования.
- Газета (ежедневная)** 100-150% годового валового объема продаж.
- Газета (ежедневная газета рекламных объявлений)** Годовая валовая выручка, умноженная на коэффициент от 0,75 до 1,5.
- Магазин канцелярских товаров** Месячный валовой объем продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.
- Срочная проявка и печать фотопленок** 45-55% годового валового объема продаж.
- Практика врача-окулиста (лечебная)** 68% годового валового объема реализации услуг.
- Практика врача-окулиста (подбор очков и линз)** 42% годовой валовой выручки.
- Уборка автомобильных стоянок** 28% годовой валовой выручки.
- Агентство по подбору персонала** Годовая выручка, умноженная на коэффициент от 0,75 до 1, включая оборудование.
- Борьба с вредителями (дезинсекция)** Годовая валовая выручка за последний год.
- Зоомагазин** 35-40% годового валового объема продаж.
- Аптека** Дневной объем продаж, умноженный на 100 (коэффициент может варьироваться в пределах от 80 до 120). Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.
- Фото-студия** Месячный валовой объем продаж, умноженный на 3. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Магазин по продаже пиццы Месячный валовой объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Чистка бассейнов Месячный валовой объем продаж, умноженный на 4. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов.

Типография 50-55% скорректированной годовой суммы доходов. Прибавьте стоимость приспособлений, оборудования и товарно-материальных запасов

Печатные работы (на месте)⁴ 50% годового валового объема продаж

Печатные работы (на месте) (по договору франшизы) Валовой объем продаж за 3 месяца плюс стоимость сопоставимого договора франшизы.

Рынок сельскохозяйственной продукции Месячный валовой объем продаж, умноженный на 3. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Издательство 71% годовой валовой выручки.

Радиостанция Годовая валовая выручка, умноженная на коэффициент от 1,5 до 6.

Фирма по предоставлению услуг в области купли-продажи недвижимости/бизнеса 30-50% годовой суммы комиссионных. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Прокат/сдача в аренду (в общем случае) 20% скорректированной годовой суммы доходов. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Ресторан Объем SDC, умноженный на 2 (3 макс.); повседневного стиля: 33% годового объема продаж; парадного стиля: 20-30% годового объема продаж.

Ресторан (без продажи спиртных напитков) 44% годового объема продаж.

Ресторан быстрого питания 35-45% годового валового объема продаж.

³ Копировальные работы, офсетная печать, изготовление визиток, переплетные работы и т.д.

Итальянский ресторан 30 % годового валового объема продаж

Мексиканский ресторан 30 % годового валового объема продаж.

Предприятие розничной торговли (в общем случае) 25-50 % годового валового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Служба доставки (в общем случае) Объем SDC, умноженный на коэффициент от 1,5 до 2,5. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Профессионально-техническое училище, техникум Объем SDC, умноженный на коэффициент от 2 до 3.

Бутербродная 45 % годового валового объема продаж.

Услуги секретарей-машинисток 63 % годовой валовой выручки.

Изготовление знаков и вывесок 45-55 % годового валового объема продаж.

Магазин спортивных товаров 40 % годового валового объема продаж

Служба подачи такси 45 % годового валового объема реализации услуг

Продажа и ремонт телевизоров Месячный валовой объем продаж, умноженный на 2. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Магазин по продаже автопокрышек 5 % годового объема продаж. Прибавьте стоимость товарно-материальных запасов.

Тур-оператор Объем SDC, умноженный на 3.

Буксировка автомобилей Номинальная стоимость + «контракты» + недвижимость + стоимость оборудования.

Туристическое агентство 3-5 % годового объема продаж. Примечание. Туристическое агентство с объемом продаж около 1 млн. долл. работает, скорее всего, на уровне безубыточности. Среднее агентство (с объемом продаж около 2 млн. долл.): сумма доходов до налогообложения, умноженная на 2, или 4 % общего объема продаж 10 % валового объема продаж или 3 % объема продаж до уплаты налогов или 6 % выручки от реализации после уплаты налогов.

Стоянка для грузовых автомобилей Объем SDC, умноженный на коэффициент от 2 до 3.

Прокат форменной одежды Недельный объем продаж, умноженный на коэффициент от 40 до 45.

Обслуживание торговых автоматов 55-65 % годового валового объема продаж.

Ветеринарная практика, мелкие животные 25-125 % годовой выручки. Может потребоваться оговорка о привязке цены к уровню доходов в будущем.

Видео-магазин 1 SDC плюс обоснованная рыночная стоимость товарно-материальных запасов (не по себестоимости).

Ссылки

*Bizcomp*s. Ежегодные исследования предприятий малого бизнеса (издания по восточным, центральным и западным районам США). Издание по промышленности США и по ресторанному бизнесу США. PO Box 711777, San Diego, CA 92171.

Business Reference Guide, ежегодное издание Business Brokerage Press, PO Box 247, Concord, MA 01742.

Hal Janke, Janke & Associates (автомобильная промышленность), PO Box 9000-146, Carlsbad, CA 92008.

Charles Perkins, Boston Restaurant Group, PO Box 327, Boxford, MA 01921.

Метод оценки средних и мелких компаний закрытого типа на основании данных, полученных непосредственно с рынка [1]

РЭЙМОНД К. МАЙЛЗ (RAYMOND C. MILES)

Метод прямых рыночных данных (Direct Market Data Method — DMDM) — один из нескольких методов, составляющих рыночный подход к оценке бизнеса. При оценке средних и мелких компаний закрытого типа данный метод является наиболее предпочтительным. Говоря конкретнее, DMDM заключается в использовании информации о реальных продажах компаний закрытого типа для определения стоимости оцениваемой компании.

DMDM похож на так называемый Метод сравнения данных по продаже компаний [2], однако он имеет ряд важных отличий от последнего. При применении Метода сравнения данных по продаже компаний в качестве контрольных обычно выбирают небольшое количество открытых акционерных компаний или частных фирм, подобных оцениваемой. Затем оцениваемую компанию сравнивают с контрольными и определяют ее стоимость, исходя из цен на контрольные компании или их акции.

В DMDM все сделки, по которым доступны рыночные данные, считаются статистическим массивом, который определяет рынок купли-продажи компаний, относящихся к одному общему типу (например, к той же категории Стандартной промышленной классификации (SIC), что и оцениваемая компания).

Имея рынок, который сформирован этими сделками, оценщики анализируют оцениваемую компанию (используя более или менее стандартные средства) для того, чтобы определить ее привлекательность в общем рыночном контексте, т.е. оценщики устанавливают, является ли нет приобретения данного бизнеса более привлекательным, нежели типичная для этого рынка сделка, а затем определяют такую разницу в денежном выражении.

Затем рыночную стоимость компании-объекта оценки определяют на основании цен, по которым проданы другие компании равной привлекательности. Это и составляет главное отличие DMDM от прочих методов оценки компаний закрытого типа.

Преимущества DMDM

По сравнению с другими методами оценки компаний среднего и малого бизнеса DMDM обладает четырьмя главными преимуществами:

1. Так как DMDM использует информацию, взятую непосредственно с рынка, на котором продаются компании закрытого типа, данный метод избавляет оценщика от необходимости выносить разнообразные субъективные суждения, которые приходится делать при применении стандартного Метода сравнения данных по продаже компаний. Такие суждения, в частности, касаются надбавок к цене контрольных пакетов акций с учетом предоставляемого им права контроля, размера скидок, обусловленных недостаточной реализуемостью решений, зависящих от величины предприятия, размером бизнеса и т.д.
2. Сравнивая DMDM с другими методами, являющимися вариантами доходного подхода, необходимо отметить, что он устраняет очень сложную проблему определения надлежащей ставки капитализации или дисконтирования, которые должны быть использованы при пересчете дохода в стоимость [3].
3. DMDM позволяет рассматривать компанию, являющуюся объектом оценки, в контексте совокупного рынка, а не исходит из предположения о том, что оцениваемая компания соответствует «усредненным» показателям выбранных контрольных компаний.
4. Поскольку DMDM основывается на реальных продажах предприятий, очень похожих на оцениваемое, этот метод будет гораздо более понятен неспециалистам, в том числе клиентам, судьям, присяжным и даже представителям противной стороны.

Применение DMDM

DMDM полезен в любой ситуации, сопряженной с оценкой, в которой стандартом стоимости является одна из форм «рыночной стоимости». Такие ситуации охватывают большинство случаев оценки бизнеса. Конкретные случаи применения DMDM включают:

- Проверку результатов оценки, полученных с применением других методов, путем «проверки адекватности»¹ оценки;
- Повышение надежности результатов оценки — это может оказать-

¹ В оригинале используется термин «Sanity test», дословно означающий «проверка на здравый смысл» — имеет различные варианты перевода в зависимости от области применения, например «проверка на наличие тривиальных ошибок» (компьютерная область), «проверка работоспособности» (нефтепереработка) и др. — *Прим. переводчиков*

ся особенно важным в ситуациях (в том числе конфликтных), в которых заключение оценщика вызывает сомнения.

- Опровержение результатов оценки, проведенной другой стороной, как необоснованных;
- Использование в качестве одного из методов оценки для определения ставки капитализации и соответствующей величины стоимости.

Примеры, приведенные в конце этой главы, иллюстрируют применение DMDD в каждом из этих случаев.

В основу DMDD положена сравнительно новая концепция, которая существенно отличается от большинства традиционных методологий оценки компаний и предприятий. Поэтому нам представляется важным вкратце изложить логические предпосылки, лежащие в основе DMDD.

DMDD и принцип замещения

DMDD основан на принципе замещения, который составляет фундамент методики оценки экономической стоимости. Принцип замещения гласит: *«Экономическая стоимость предмета, как правило, определяется стоимостью приобретения замещающего его товара, обладающего равной привлекательностью»*. Другими словами, ни один разумный человек не станет сознательно платить за какой-либо товар или услугу больше, чем стоит заменитель такого товара или услуги, обладающий для него равной привлекательностью.

Ключевым в этом определении является выражение «равная привлекательность». Таким образом, принцип замещения не подразумевает «идентичности» предприятий, выступающих в качестве заменителей оцениваемого предприятия. Вместо этого данный принцип подразумевает инвестиции, привлекательность которых равна привлекательности инвестиций в оцениваемую компанию.

Сопоставимость и сопоставимые сделки

В соответствии с принятым определением, при оценке заменитель оцениваемого объекта, обладающий равной привлекательностью, является с ним сравнимым или сопоставимым [4]. Выбор сопоставимых сделок — это попытка идентифицировать заменители, которые обладают такой же привлекательностью, что и оцениваемый бизнес. Если выбранные контрольные компании на самом деле не являются заменителями оцениваемого бизнеса, обладающими равной с ним привлекательностью, то они бесполезны в процессе оценки, и цена сделок с этими компаниями не имеет отношения к стоимости оцениваемой компании.

Для возможности сопоставления с оцениваемым бизнесом выбранные

контрольные компании должны быть подобны ему, а условия, на которых заключаются сделки, должны быть релевантными по отношению к рынку, на котором происходит купля-продажа оцениваемого бизнеса.

Слово «подобный» относится к характеру оцениваемого бизнеса по сравнению с характером потенциально сопоставимого бизнеса. Слово «релевантный» означает приемлемость потенциально сопоставимой сделки в качестве инвестиционного замещения оцениваемого бизнеса. Говоря иначе, слово «подобный» касается тех характеристик предприятий, которые сопряжены с инвестициями, а «релевантный» касается перспектив инвестора.

Желательно, чтобы выбранные для сопоставления компании занимались тем же видом деятельности, что и оцениваемая компания (что обеспечит их подобие), а инвестиционные характеристики этих компаний удовлетворяли инвестиционным запросам потенциальных покупателей оцениваемого бизнеса (что обеспечит их релевантность).

Так называемый сопоставимый бизнес, подпадающий под ту же категорию Стандартной промышленной классификации (SIC) [5], что и оцениваемый бизнес, и в прочих отношениях подобный оцениваемому бизнесу, может быть релевантным, а может и не быть таковым. Если, с точки зрения инвестора, потенциально сопоставимый бизнес не является релевантным, или же если он сопоставим с оцениваемым бизнесом, но не удовлетворяет условиям принципа замещения, при определении стоимости оцениваемого бизнеса его не следует рассматривать как эталон.

В число характеристик сопоставимых сделок, определяющих их релевантность, входят ликвидность, предельный риск, степень влияния на вопросы управления компанией, горизонт прогнозирования, которым руководствуется инвестор, и т.д. Несходство этих критериев, имеющих отношение к инвестициям — одна из главных причин, по которым ценные бумаги, предлагаемые на фондовом рынке, не являются хорошими заменителями в случае оценки компаний закрытого типа.

О рынках

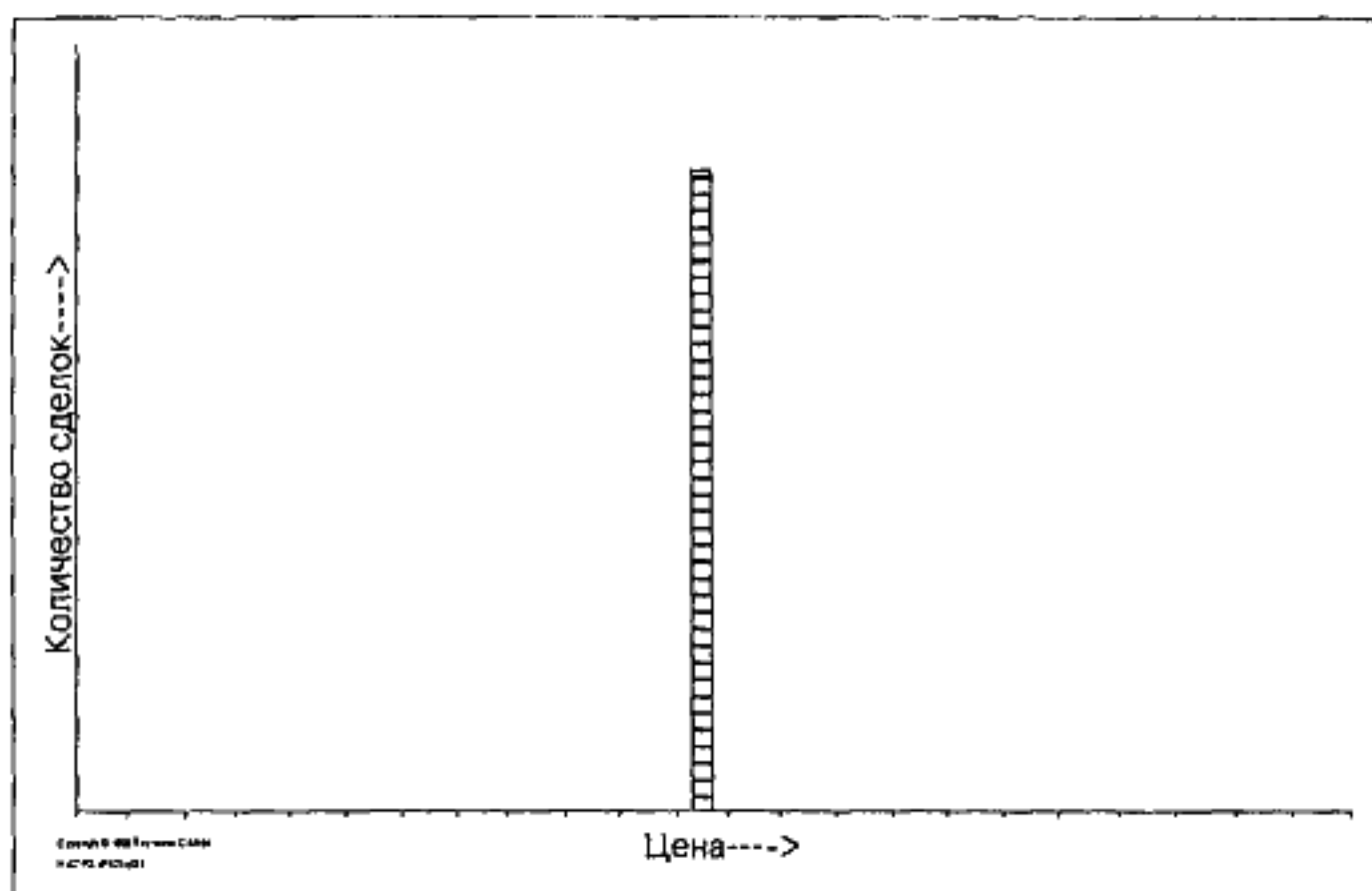
Деятельность на рынке связана с такими понятиями, как цены продавцов, цены покупателей и цены сделок. Вопреки расхожему мнению, цена — не то же самое, что стоимость [6]. Единичная сделка или малое их количество не формируют рынок. Рынок формирует совокупность цен, по которым совершены сделки. (Не все цены сделок являются «справедливыми», однако и они участвуют в формировании рынка).

Рынок определяется данными о сделках

Какова природа рынка, на котором продают и покупают компании и предприятия? Является ли «рыночная стоимость» единственно возможной величиной, как это подразумевают определения (справедливой) рыночной стои-

мости, начинающиеся с формулировки: «это та цена, ...»? Если бы рыночная стоимость была единственно возможной величиной, то график цен сделок выглядел бы так, как на Диагр. 14.1.

Диаграмма 14.1 Если бы рыночная стоимость была той ценой, которая ...



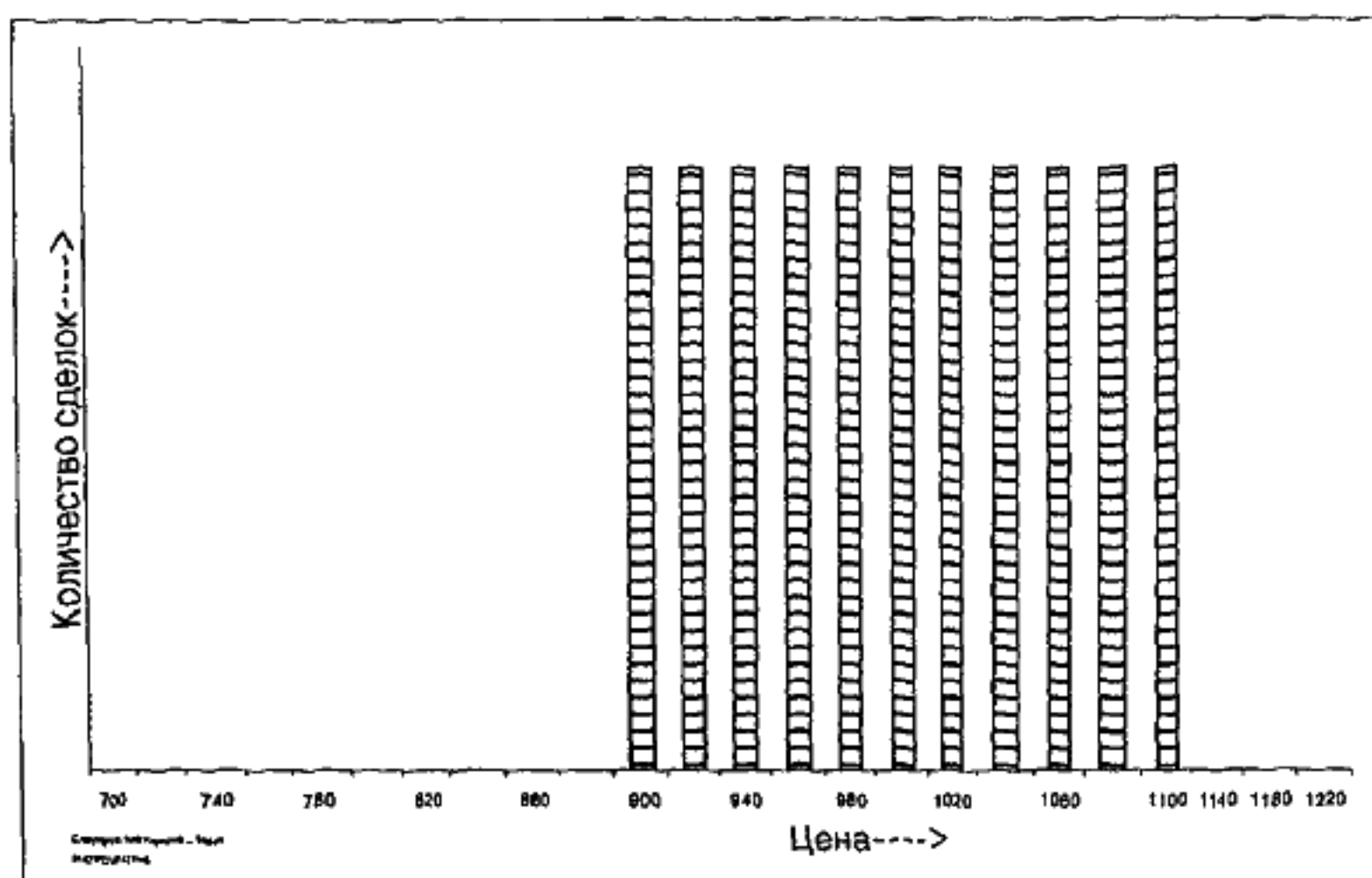
Очевидно, что утверждение, будто рыночная стоимость — это одна-единственная цена, неправильно, поскольку нам известно, что если бы продавалось несколько идентичных предприятий (или любых других идентичных товаров), то они не были бы проданы по одной и той же цене. Соответственно, мы категорически отвергаем нереалистичное представление о рыночной стоимости, как о единственно возможной величине.

Согласно мнению специалистов, обладающих более просвещенным взглядом на вещи, рыночная стоимость — это диапазон значений или цен. Но каков этот диапазон? На этот вопрос можно ответить и так, что рыночная стоимость — это диапазон в пределах от максимальной цены, по которой продается данный бизнес, до минимальной цены его возможной продажи. Но если это так, тогда график соотношения количества сделок и цены был бы похож на тот, который приведен на Диагр. 14.2.

Судя по Диагр. 14.2, концепция рыночной стоимости как диапазона значений между максимальной и минимальной ценами, предполагала бы, что значительное количество компаний могло бы быть продано за 900 (т. е. по минимальной цене, указанной на данном графике), и ни одна компания не была бы продана по цене 899. Подобным образом, глядя на Диагр. 14.2,

можно сделать вывод о том, что значительное количество компаний могло бы быть продано по цене 1100, и ни одна — по цене 1101. Следовательно, концепция стоимости как диапазона между максимальной и минимальной ценами не соответствует действительности и потому должна быть отвергнута.

Диаграмма 14.2 Рыночная стоимость — это диапазон величин, но не такой, какой показан на этом графике.



Диагр. 14.3 демонстрирует результат, подобный тому, которого мы могли бы ожидать при продаже большого количества компаний. Изображенный график представляет собой знакомую нам колоколообразную кривую, которую математики называют кривой «нормального распределения вероятностей».

В реальном мире распределение значений рыночной стоимости имеет тенденцию группироваться в виде колоколообразной кривой, смещенной, однако, несколько вправо, как это показано на Диагр. 14.4.

Описание рынка

Помня о том, что рыночная стоимость — это статистическое распределение, любой рынок можно описать в категориях трех параметров:

- центральное значение
- рассеяние вокруг центрального значения, или дисперсия
- форма

Диаграмма 14.3 Рыночная стоимость представляет собой статистическое распределение.

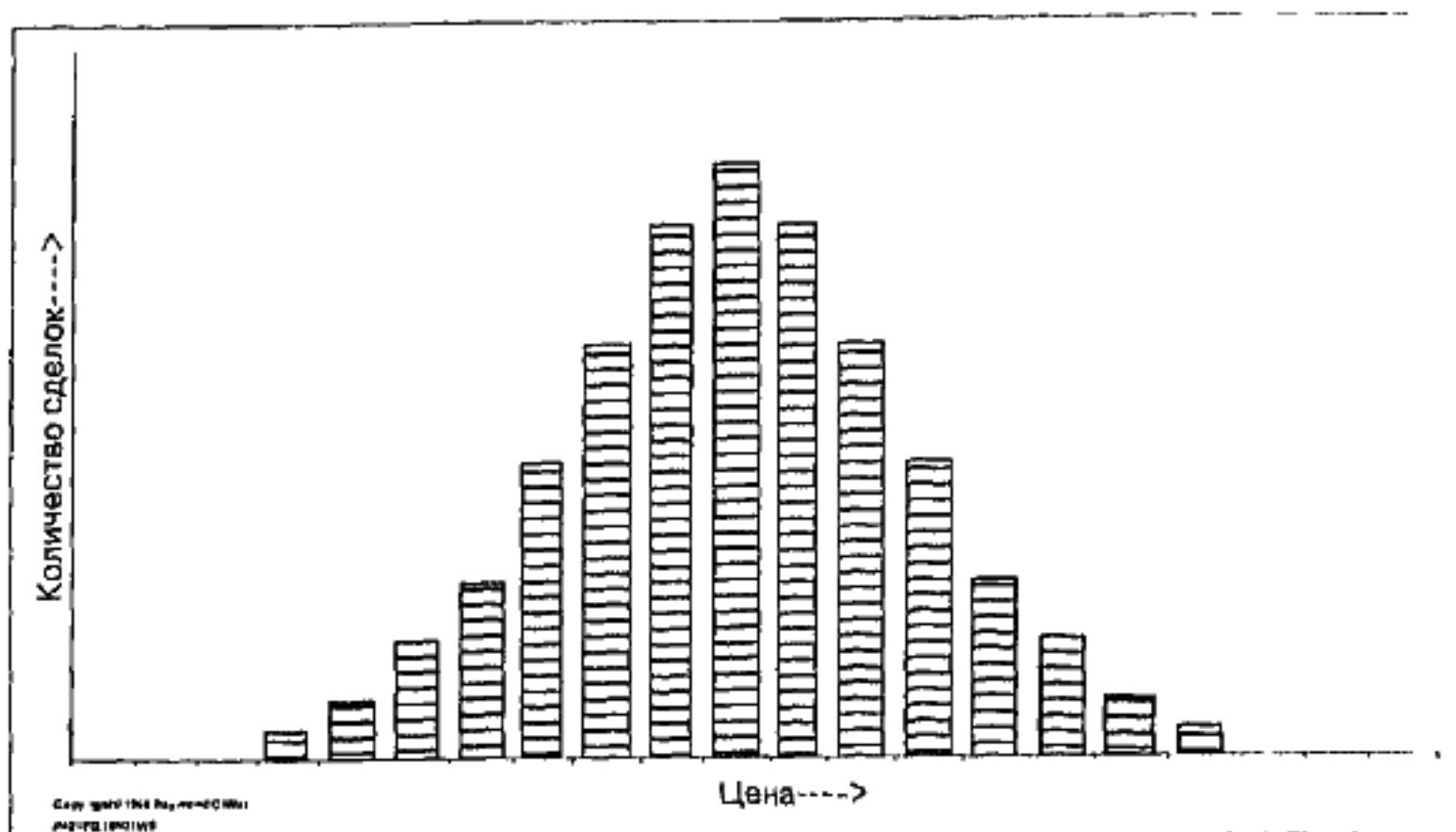
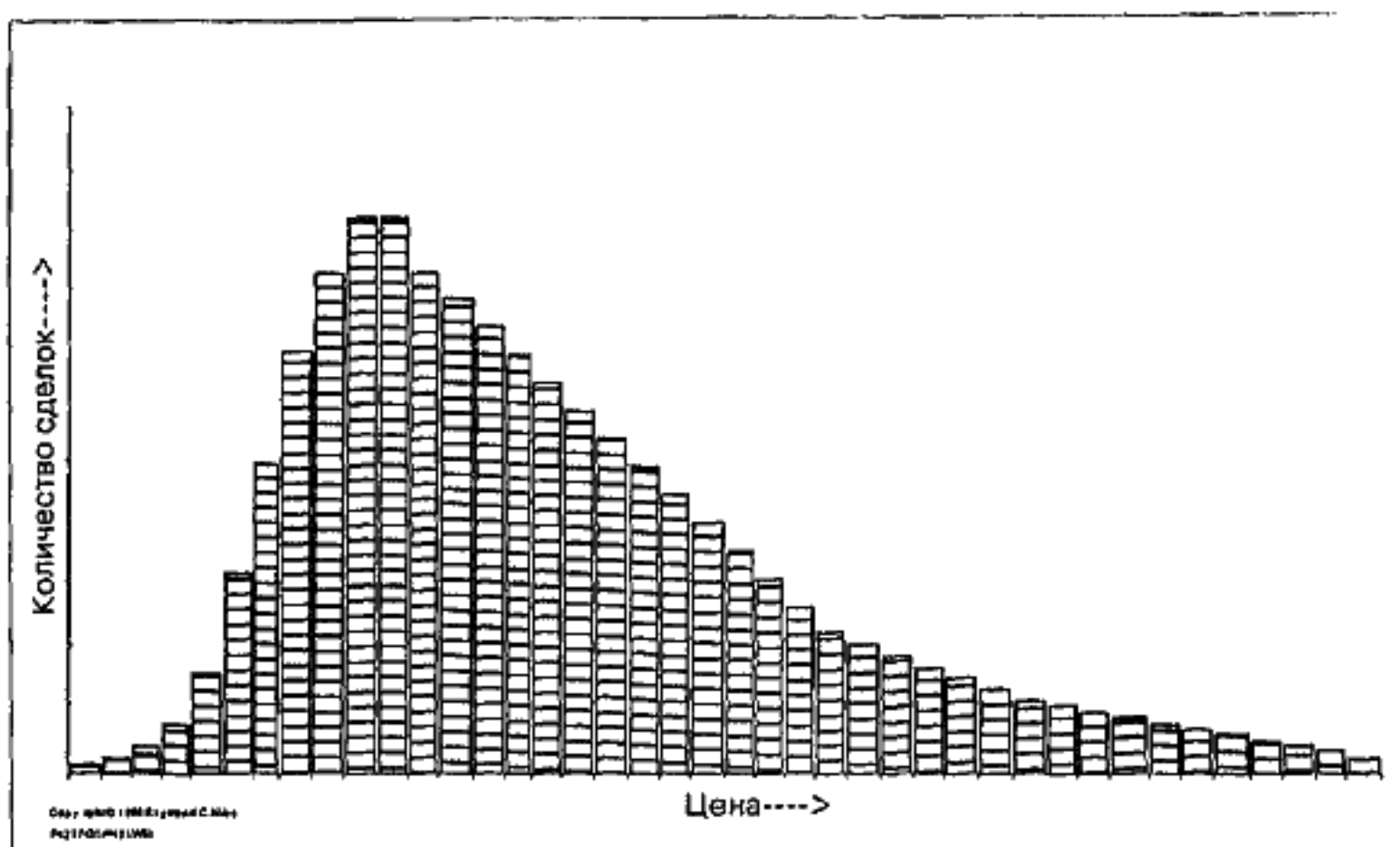


Диаграмма 14.4 Рыночная стоимость в реальном мире.



Обычно считается, что термин «центральное значение» распределения означает либо среднеарифметическое значение (которое называют также «среднее»), либо значение, называемое медианой. Хотя использование медианы представляется полезным для некоторых целей, сейчас для нас важнее среднеарифметическое значение. (Как будет показано далее, другим

возможным вариантом выбора центрального значения распределения является значение самой высокой плотности вероятности, которое несколько неточно называют наиболее вероятным значением)

В симметричном распределении, показанном на Диагр. 14.3, среднеарифметическое значение и медиана тождественны. Однако при асимметричном распределении наподобие того, что показано на Диагр. 14.4, среднеарифметическое и медиана имеют разные значения.

Рассеяние вокруг центрального значения, или среднего, также называют дисперсией, которую обычно измеряют величиной стандартного отклонения [7]. Чем больше стандартное отклонение, тем больше дисперсия вокруг центрального значения.

Очень полезной мерой дисперсии является коэффициент вариации распределения, который часто сокращенно обозначают $C.V.$ Коэффициент вариации равен частному от деления стандартного отклонения на среднее значение распределения. Чем больше коэффициент вариации, тем больше дисперсия вокруг центрального значения.

Главное преимущество коэффициента вариации заключается в том, что он облегчает сравнение распределений, имеющих разные средние. Если стандартное отклонение распределения выражает дисперсию в абсолютных числах, то коэффициент вариации нормализует дисперсию, выражая ее отношением к значению среднего.

Теоретически, число различных конфигураций, которые может принимать вероятностное распределение, бесконечно. Однако в реальном мире распределение рыночной стоимости имеет тенденцию напоминать кривую асимметричного нормального распределения, которая приведена на Диагр. 14.4.

Сколько сделок необходимо для определения рынка?

На Диагр. 14.1 — 14.4, в особенности на Диагр. 14.3 и 14.4, показаны идеальные ситуации, основанные на очень большом количестве сделок. Но в действительности количество сделок с компаниями, которые являются одинаково привлекательными заменителями оцениваемой, имеет конечный предел. Отсюда возникает вопрос: сколько сделок необходимо для того, чтобы определить рынок со степенью точности, которая была бы полезна с практической точки зрения? Тот же вопрос можно сформулировать иначе: насколько большой должна быть выборка для определения всего рынка со степенью точности, полезной с практической точки зрения?

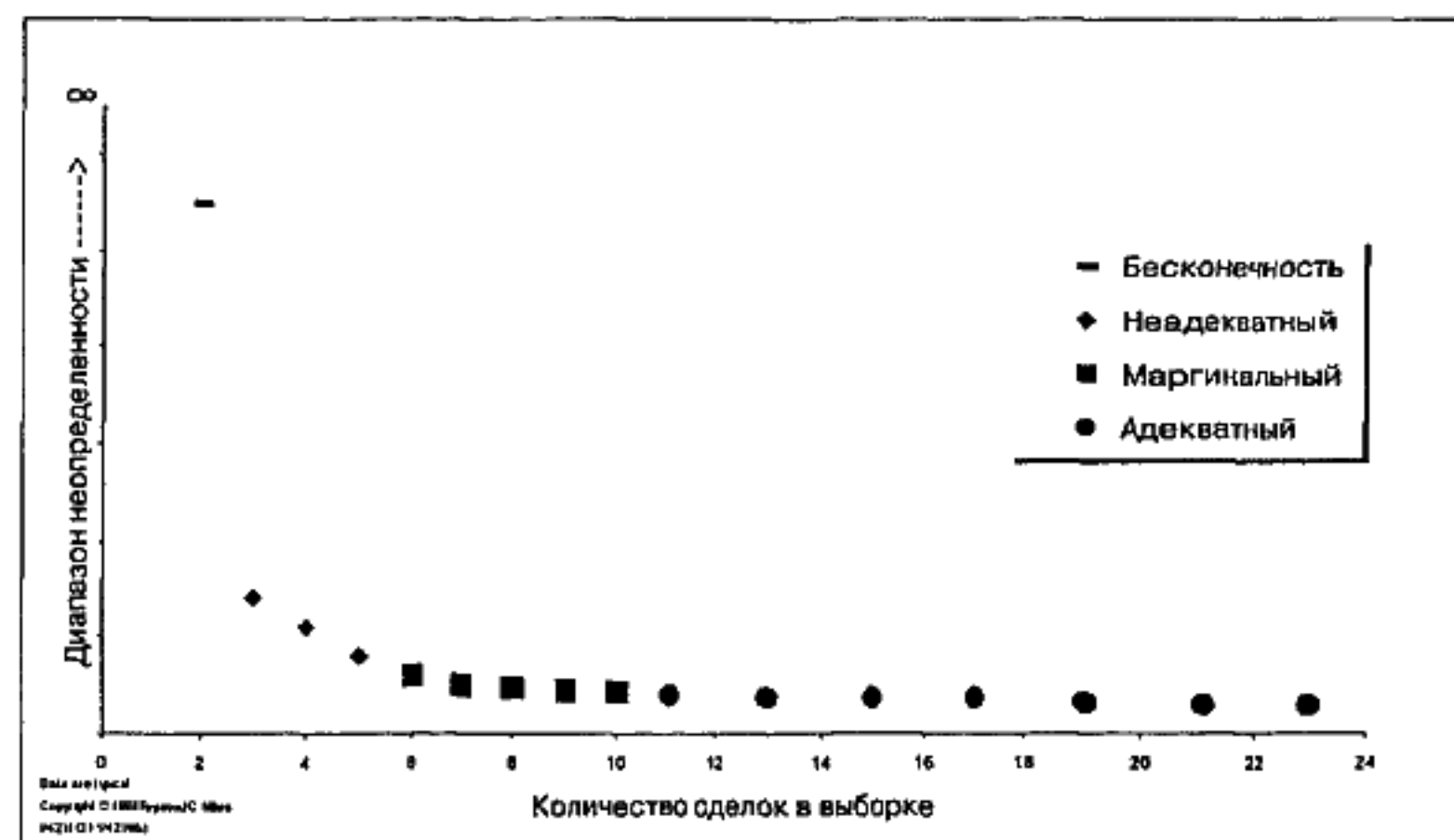
Ответы на эти вопросы можно найти с помощью инструментов статистического анализа — тех самых инструментов, которые используют социологи, решающие, сколько избирателей им надо опросить, чтобы иметь возможность с разумной достоверностью предсказать результаты выборов. В нашем случае, количество необходимых нам рыночных сделок является функцией от переменных, включающих стандартное отклонение и степень достоверности, с которой мы желаем описать рынок.

Диагр. 14.5 иллюстрирует один конкретный пример. Он показывает диапазон неопределенности как функцию от количества сделок (выборок) [8]. Хотя в основу этого графика положен реальный анализ сделок с предприятиями одного типа (входящими в одну категорию Стандартной промышленной классификации), общая конфигурация графика будет примерно такой же и для предприятий других типов.

Из графика на Диагр. 14.5 со всей очевидностью следует, что по мере сокращения количества образующих выборку сделок с указанного максимума до уровня, соответствующего приблизительно 10 сделкам, диапазон неопределенности претерпевает сравнительно небольшие изменения. Затем, в интервале от 10 до 5 или 6 сделок, диапазон неопределенности заметно увеличивается, а в интервале менее 5 — 6 сделок диапазон неопределенности резко возрастает до тех пор, пока при количестве сделок, составляющих выборку, равном 1, не становится бесконечным.

Из графика наподобие того, который показан на Диагр. 14.5, следует важный вывод, который надо запомнить: до тех пор, пока в качестве выборки не выступают, по меньшей мере, 5 или 6 сделок, эту выборку не следует считать репрезентативной. В таких ситуациях не следует пользоваться ни DMDD, ни каким-либо другим методом оценки, основанным на данных о реальных сделках.

Диаграмма 14.5 Объем выборки в сопоставлении с диапазоном неопределенности среднего генеральной совокупности.



Потребность в достаточно большом количестве сделок для отображения рынка применима к любому методу оценки, использующему сопоставление данных по сделкам. По этой причине явно ошибочна распространенная

практика ограничения количества сделок небольшим числом сделок с «наиболее подходящими» компаниями. Независимо от того, насколько хорошо характеристики избранных контрольных компаний соответствуют характеристикам оцениваемой компании, заключение относительно стоимости будет, скорее всего, неправильным. Сделки с «наиболее подходящими» компаниями не представляют собой сделки с единственно возможными заменителями оцениваемой компании, обладающими равной привлекательностью для инвестора, так же как и очень малое количество избранных в качестве базы сопоставления сделок не отражает реальный рынок, на котором будет происходить купля-продажа оцениваемой компании.

Определение рыночной стоимости

Что такое рыночная стоимость? Оценщики компаний и предприятий сталкиваются с множеством различных определений этого понятия, включая несколько определений «обоснованной рыночной стоимости», которую разные ведомства и специалисты в каждом случае определяют по-разному. Есть еще понятие «справедливая стоимость», которое также определяют по-разному, так же как и понятие «рыночная стоимость» и т.д.

За немногочисленными исключениями, в число которых входят некоторые некорректные определения, содержащиеся в ряде актов статутного и прецедентного права, все определения стоимости бизнеса связаны с рынком.

Так что же мы имеем в виду под рыночной стоимостью? Очевидно, мы имеем в виду стоимость, которую данный объект собственности будет иметь на рынке. Существуют, однако, несколько точек зрения на рыночную стоимость, которые мы можем принять в качестве определения данной стоимости. Мы можем выбирать между следующими определениями:

- рыночная стоимость — это среднеарифметическая цена ... или
- рыночная стоимость — это медиана цены ... или
- рыночная цена — это наиболее вероятная цена ...

Каждое из этих определений может быть выбрано для установления центральной тенденции распределения.

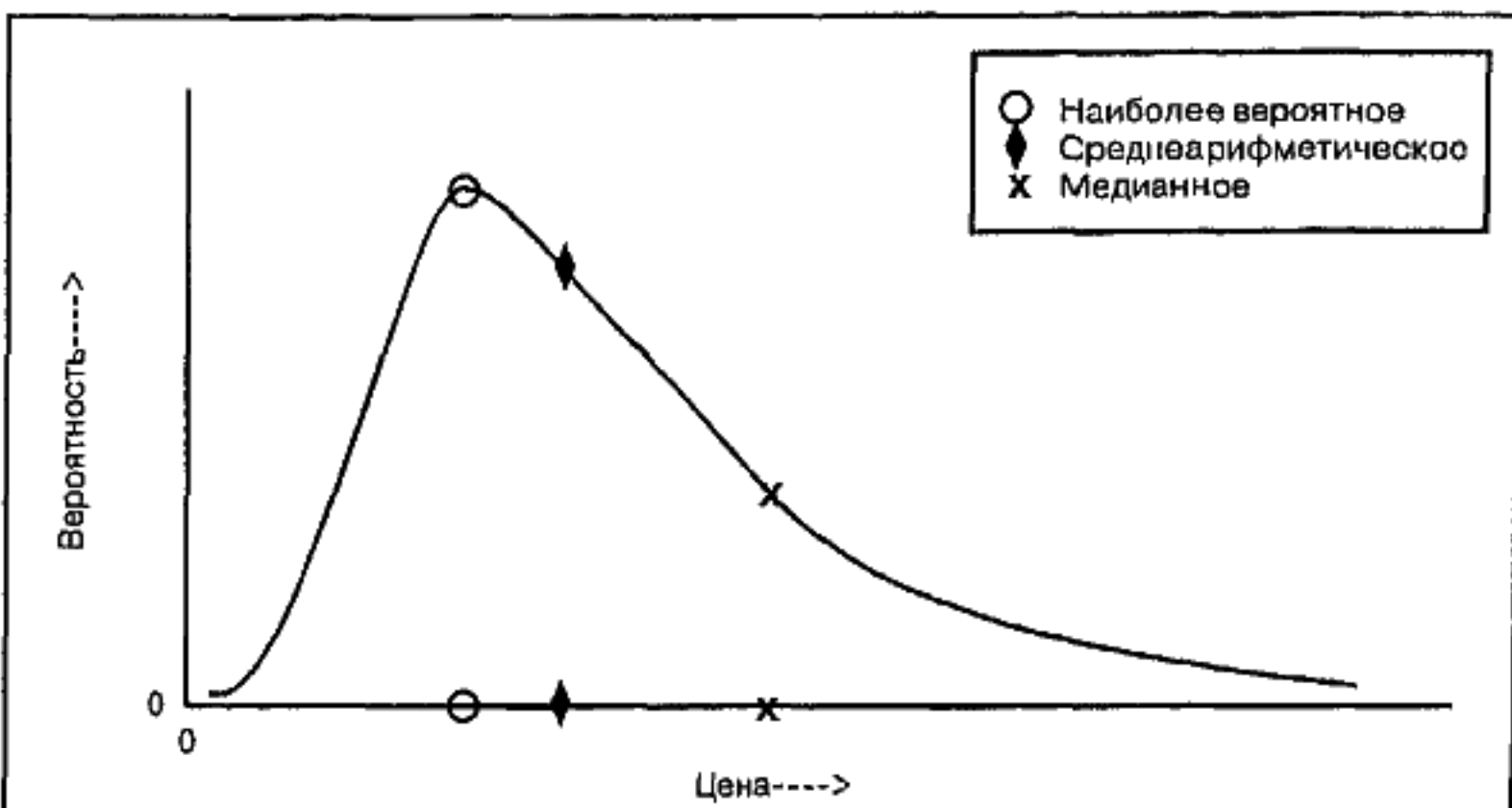
Руководствуясь одним из трех указанных выше определений, большинство оценщиков бизнеса используют, часто сами того не понимая, среднюю цену или средние рыночные коэффициенты, выражающие соотношение показателей эффективности для нескольких контрольных компаний (например, коэффициент отношения цены к доходам P/E).

Некоторые оценщики при измерении центральной тенденции отдают предпочтение не среднеарифметическим значениям, а медиане. Медианные

значения имеют то преимущество, что им свойственно сводить к минимуму эффект экстремальных значений, или выброса значений в распределении, тем самым обеспечивая относительную независимость центральной тенденции от экстремальных величин.

Впрочем, у медианы как критерия центральной тенденции есть недостаток: это значение ограничивает возможность дальнейшего применения методов математического анализа. При измерении центральной тенденции с помощью среднеарифметических или «наиболее вероятных» значений этот недостаток отсутствует.

Диаграмма 14.6 Среднеарифметическое, медианное и наиболее вероятное значения при асимметричном распределении вероятностей.



метическое, медианное и наиболее вероятное значения при асимметричном распределении. Обратите внимание: на этом рисунке среднеарифметическое и медианное значения лежат справа от наиболее вероятной величины. В зависимости от степени асимметрии медианное значение может лежать на значительном удалении от наиболее вероятного и среднеарифметического значений. Таким образом, полезность медианы как критерия центральной тенденции строго ограничена.

Использование определения рыночной стоимости как наиболее вероятного значения стоимости довольно распространено в оценке недвижимости. Кроме того, оно соответствует определению рыночной стоимости, приводимому Фондом оценки в Единых стандартах практической деятельности профессиональных оценщиков, вступивших в силу с середины 1998 г.

Теперь, когда мы получили обобщенное изложение некоторых теоретических аспектов DMDM, мы готовы к обсуждению вопросов о том, как применять DMDM при оценке компаний среднего и малого бизнеса.

Применение DMDM

Процесс применения DMDM для оценки средних и небольших компаний закрытого типа можно разделить на следующие шесть этапов:

1. Сбор информации о (большом) количестве реально состоявшихся сделок купли-продажи сопоставимых компаний.
2. Отбор показателей (обычно соотношение цены продажи к валовой выручке или цены продажи к чистому доходу).
3. Анализ данных о сделках с целью определения рынка (с помощью среднеарифметических или медианных значений, дисперсии и т. д.).
4. Сравнение оцениваемой компании с компаниями, по которым имеются данные о состоявшихся с ними сделках.
5. Начиная с этапов 3 и 4 — определение рыночной стоимости оцениваемого предприятия.
6. Проверка стоимости, полученной в результате оценки.

Этап 1: Сбор данных о сделках

Для того, чтобы быть полезным при применении DMDM, любой источник данных о сделках должен содержать информацию о сделках с компаниями данного типа (т.е. относящимися к одной категории Стандартной промышленной классификации) в количестве, достаточном для адекватного определения рынка в соответствии с приведенными выше пояснениями.

Поскольку агенты и другие посредники в сфере купли и продажи бизнеса в том числе участвуют и в процессе продажи компаний закрытого типа,

они представляются нам хорошими источниками данных о сделках. Однако, за исключением небольшого числа специалистов, ни один агент, занимающийся сделками с предприятиями, не обладает прямой — как говорится, из первых рук, информацией о количестве сделок, достаточном для того, чтобы эта информация позволила построить необходимую статистическую модель рынка. Далее, вследствие различий в интерпретации таких терминов, как, например, доходы, неблагоразумно пытаться комбинировать полученные из разных источников данные о сделках. Соответственно, ценность данных о сделках, полученных от лиц, выступающих в качестве посредников при купле-продаже компаний, существенно ограничена.

Другими словами, оценщикам средних и мелких компаний доступны два важных источника информации о сделках. Ими являются:

- База рыночных данных, которая ведется Институтом оценщиков бизнеса (IBA) и предоставляется им членам этой организации [9].
- Серия печатных изданий BIZCOMPS [10].

База рыночных данных Института оценщиков бизнеса содержит информацию по компаниям, относящимся более чем к 300 категориям Стандартной промышленной классификации, причем в пределах каждой из них приводятся сведения как минимум по пяти сделкам. Учитывая, что для адекватного определения рынка требуются, по меньшей мере, 5 сделок, это означает, что с помощью указанной базы данных можно адекватно определить рынок для применения DMDM в отношении компаний, относящихся более чем к 300 категориями SIC. Необходимо отметить, что эти 300 категорий представляют наиболее распространенные типы предприятий среднего и малого бизнеса. (Особую важность большого количества сделок с предприятиями, входящими в одну категорию классификации, мы объясним ниже).

Таблица 14.1 показывает одну страницу типичной распечатки из Базы рыночных данных Института оценщиков бизнеса. Данные о сделках, предоставляемые BIZCOMPS, в основном сходны с данными, хранящимися в базе IBA [11]. Существенное различие между BIZCOMPS и Базой рыночных данных Института оценщиков бизнеса заключается в том, что последняя содержит информацию о количестве сделок, примерно в пять раз большем, чем в BIZCOMPS. Соответственно, База рыночных данных Института оценщиков бизнеса полезна для оценки большего количества типов предприятий, нежели BIZCOMPS.

Этап 2: Выбор критериев эффективности работы компании

Поскольку найти сопоставимые компании, которые были бы точными замещениями оцениваемой компании, практически невозможно, в качестве заменителя критерия эффективности работы компаний мы будем использо-

Таблица 14.1 Образец распечатки из базы рыночных данных Института оценщиков бизнеса

ДАННЫЕ ДЛЯ РЫНОЧНЫХ СРАВНЕНИЙ*									
Тип бизнеса	SIC №	Год. вал. тыс. \$	Год. дох. тыс. \$	Комп. влад. тыс. \$	Цена продажи тыс. \$	Цена продажи / валовая выручка	Цена / Год. доход	Местоположение	Год/мес продажи
Ветеринария	0742	87	29		55 A	0.63	1.90	Юго-восток США	89/10
Ветеринария		113	34		72 A	0.64	2.12	Юго-восток США	89/03
Ветеринария		130			100 A	0.67		Калифорния	88/12
Ветеринария		173			220 A	1.26		Калифорния	88/11
Ветеринарная лаборатория и оборудование услуги		212	128	40	200 A	0.94	1.56	Новая Англия	86/05
Ветеринарная клиника		260	90	50	185	0.71	2.06	Миннесота	97/01
Ветеринария		264	114		113 A	0.43	0.99	Юго-восток США	89/03
Ветеринарная клиника		270			170	0.63		Калифорния/Аризона/Невада	84/08
Ветеринарный врач		280	37		203 A	0.73	3.60	Огайо	91/11
Ветеринария		300			110 A	0.37		Калифорния	89/12
Ветеринария		321	148		309 A	0.96	2.09	Юго-восток США	89/08
Ветеринария		340			290 A	0.85		Калифорния/Аризона/Невада	88/11
Ветеринария		369	162		280 A	0.76	1.73	Юго-восток США	89/08
Ветеринарный приют		373	83		245	0.66	2.95	Висконсин	93/11
Ветеринария		410			300 A	0.73		Калифорния	89/08
Ветеринария		461	148		402 A	0.87	2.72	Юго-восток США	87/10

Пояснения по терминам, встречающимся в таблице данных

- «Тип бизнеса» = основной род деятельности
- «SIC No» = номер основной категории по Стандартной промышленной классификации, к которой относится проданное предприятие.
- «Год. вал.» = объявленный годовой объем продаж предприятия.
- «Год. дох.» = объявленный годовой объем доходов до выплаты заработка и компенсаций владельцу, процентов и налогов.
- «Комп. влад.» = объявленная сумма заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу.
- «Цена продажи» = объявленная совокупная цена сделки, включающая наличные средства, простые векселя, обязательства, принятые на себя покупателем т.д., за исключением недвижимости. A = продажа активов; S = продажа акций.
- «Цена продажи/Валов. выручка» = Соотношение совокупной цены продажи и объявленной годовой валовой выручки.
- «Цена/Год. дох.» = Соотношение совокупной цены продажи и декларированного объема годовых доходов.
- «Год/мес продажи» = Месяц и год совершения сделки.

*Приведенная ниже информация предоставлена по Вашему запросу на получение информации для использования метода сопоставления рыночных данных при оценке бизнеса. Учитывая характер источников, из которых получена информация, мы не можем гарантировать ее точность. Мы также не даем никаких гарантий относительно применимости этой информации к какому-либо конкретному случаю оценки.

вать различные коэффициенты (соотношения показателей). В этом качестве можно использовать:

- Соотношение продажной цены и доходов, или коэффициент P/E.
- Соотношение продажной цены и валовой выручки, или коэффициент P/G.

Возможно использование и других коэффициентов.

Разумно предположить, что поскольку обычным мотивом продажи предприятия или приобретения его в собственность является перспектива получения доходов (прибыли), соотношение цены и доходов представляется хорошим заменителем критерия эффективности. Однако эмпирические данные указывают также и на то, что в качестве заменителя критерия эффективности важно и соотношение цены и валовой выручки.

Другие возможные заменители, в том числе соотношение цены и балансовой стоимости (чистой стоимости активов), демонстрируют ничтожно малую корреляцию, и, соответственно, ими можно пренебречь [12].

При выборе одного из коэффициентов, P/E или P/G , предпочтение, как правило, отдают первому коэффициенту, поскольку он в большей мере имеет непосредственное отношение к мотивам продавца и владельца. Однако практические проблемы, возникающие при сборе данных и их интерпретации, зачастую ограничивают полезность этого коэффициента как критерия рыночной эффективности.

Среди этих проблем — различия в интерпретации понятия «доходы» лицами, предоставляющими данные. Данные о доходах и, следовательно, коэффициенты P/E , оказываются, таким образом, менее надежными, чем коэффициенты P/G , в интерпретации которых наблюдается меньше отличий.

Другим ограничением использования коэффициента P/E в качестве заменителя показателя эффективности является то, что не все сведения о сделках включают данные о доходах, в то время как данные о валовой выручке содержатся в большинстве источников. Помня о важности, которую имеет количество сделок для статистической достоверности результатов анализа, следует предположить, что коэффициент P/G может играть столь же значительную, а то и более важную роль в описании рынка, что и коэффициент P/E [13].

С учетом указанных выше проблем, коэффициент P/E иногда является менее полезным критерием оценки рынка, чем P/G . Выбор одного из этих двух коэффициентов зависит от обстоятельств в каждом конкретном случае, что и будет продемонстрировано на некоторых примерах, приводимых в конце этой главы.

Этап 3: Анализ данных о сделках

После выбора одного или нескольких критериев эффективности работы компании — предположительно, либо P/G , либо P/E (оба коэффициента одновременно используются достаточно редко), следующим шагом будет использование данных о сделках для определения рынка продажи компаний того же типа (т.е. относящихся к той же категории Стандартной промышленной классификации), что и оцениваемая компания.

Методология использования таких данных для этой цели отчасти зависит от количества сделок, по которым имеется информация. Как упоминалось выше, для применения методов оценки, основанных на данных о сопос-

ставимых сделках, необходимо, по меньшей мере, 5-6 сделок. Если сведений о таком количестве сделок нет, не следует применять ни DMDM, ни какой-либо другой метод, основанный на данных о сопоставимых сделках.

АНАЛИЗ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ О 5 СДЕЛКАХ И БОЛЕЕ

При наличии данных по минимум 5 или 6 сделкам, подходящим для использования при анализе, среднеарифметические значения коэффициентов P/G или P/E обеспечивают достаточную точность оценки среднеарифметического показателя рынка. Этот показатель затем можно использовать при проведении «проверки адекватности» оценки стоимости бизнеса. (В конце этой главы мы приведем пример такого испытания результатов анализа, основанного на малом количестве сделок). Есть и другая возможность. Вместо среднеарифметического значения в качестве меры центральной тенденции можно использовать медиану коэффициентов P/G или P/E , что сведет к минимуму эффект наличия любых экстремальных значений. Впрочем, 5 или 6 сделок — это слишком малое число для того, чтобы обеспечить надежный показатель дисперсии рынка.

АНАЛИЗ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ О 10 СДЕЛКАХ И БОЛЕЕ

Выборка, содержащая данные как минимум о 10, но не более чем о 20 рыночных сделках, может обеспечить определение приблизительных, но тем не менее полезных показателей как среднеарифметического значения рынка, так и его дисперсии. Если исходить из упрощающего предположения о нормальном распределении вероятностей, то стандартное отклонение можно использовать как показатель рыночной дисперсии. (Математические подробности выходят за пределы данной главы, но их можно найти в любом учебнике по теории вероятности и статистике).

АНАЛИЗ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ О 20 СДЕЛКАХ И БОЛЕЕ

Если выборка из совокупности рыночных данных содержит информацию о 20 и более сделках, появляется возможность разделить рынок на сегменты, например, выделить сегменты, в которые войдут 25% сделок по компаниям, у которых коэффициенты P/G или P/E имеют наиболее высокие (или наиболее низкие) значения, и т.д. Чем больше количество сделок, данные о которых пригодны для анализа, тем шире возможности для более мелкого сегментирования рынка. Данный принцип иллюстрируется в Табл. 14.2, а в конце главы приведен соответствующий пример.

Как показывает Табл. 14.2, если наша выборка содержит пригодную для обработки информацию по меньшей мере о 20 сделках, тогда весь рынок можно разделить на сегменты, каждый из которых включает 25% рынка. Аналогичным образом, если массив данных включает пригодную для обработки информацию по меньшей мере о 50 сделках, то рынок можно разделить на столь небольшие сегменты, что каждый из них будет охватывать

лишь 10% рынка. А при наличии пригодных для обработки данных по 100 и более сделкам, сегменты можно свести до 5% всего рынка. И так далее.

Сегментирование рынка можно выполнить посредством: (а) использования методов статистического анализа имеющихся данных о сделках, (б) ранжирования (упорядочивания) ключевых показателей эффективности (P/E или P/G) в порядке убывания/возрастания или (в) построения графика на основании данных о сделках в прямоугольных координатах (с осями X и Y). Каждый из этих методов описан ниже и проиллюстрирован в конце этой главы.

Сегментирование рынка методом статистического анализа имеет, однако, ограниченную ценность, поскольку: (а) он требует навыков применения приемов статистического анализа, которыми многие оценщики не обладают, и (б) он сопряжен с упрощающими предположениями относительно характера статистического распределения, в частности, с предположением о нормальном распределении вероятности.

По сравнению с методом статического анализа методы ранжирования показателей и построения графиков имеют три преимущества. Во-первых, они не требуют, чтобы оценщик имел образование, включающее знание теории вероятности и статистики. Во-вторых, суть методов ранжирования и графического отображения сравнительно легко объяснить неспециалистам, в том числе клиентам, присяжным, судьям и представителям противной стороны. В-третьих, эти методы отражают реальную конфигурацию рыночного распределения показателей и, в отличие от статистического метода, не требуют принятия предположения о нормальном распределении вероятности.

Табл. 14.2 Данные о 20 и более сделках.

Минимальный сегмент рынка, подлежащий выделению	Минимальное количество сделок
25%	20
10%	50
5%	100
1%	500

Пример применения метода ранжирования/графического отображения. Чтобы проиллюстрировать применение этой методологии, предположим, что мы располагаем информацией о коэффициентах P/G по 80 сделкам купли-продажи предприятий определенного типа.

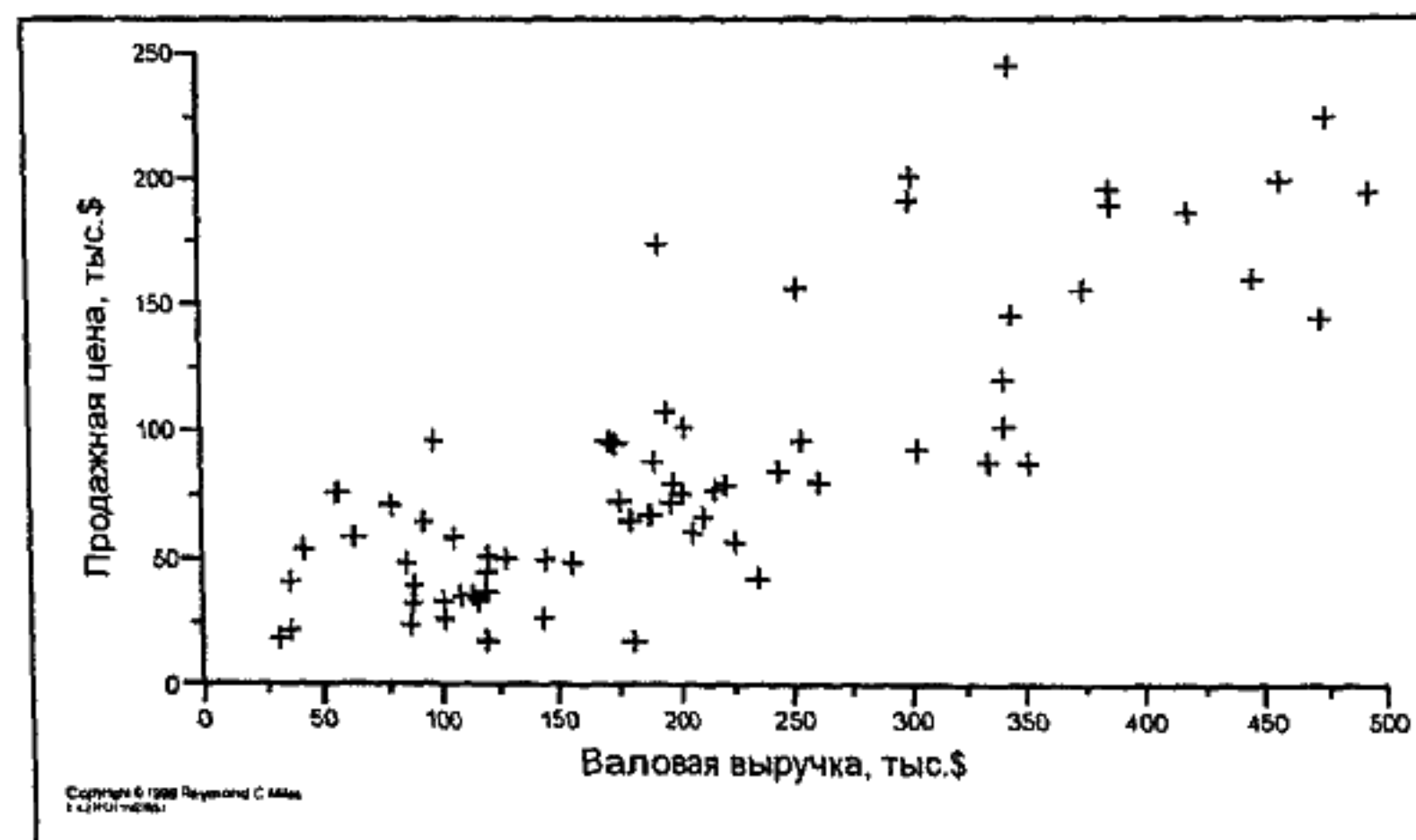
Прежде всего, мы выстраиваем коэффициенты каждой из 80 сделок по порядку, от максимального значения коэффициента до минимального. Результат отражен в Табл. 14.3. Отметим, что все коэффициенты укладываются в диапазон между максимальным значением 1,38 и минимальным значением 0,11. Расчетные среднеарифметическое и медианное значения P/G,

равные, соответственно, 0,48 и 0,40, также приведены в Табл. 14.3.

Таблица 14.3 Ранжирование коэффициентов P/G по 80 сделкам.

P/G	P/G	P/G	P/G
1,38	0,57	0,40	0,32
1,32	0,56	0,40	0,32
1,17	0,53	0,39	0,32
1,02	0,52	0,39	0,32
0,97	0,51	0,39	0,32
0,94	0,51	0,38	0,32
0,73	0,49	0,38	0,32
0,72	0,49	0,38	0,31
+10% → 0,69	Mean → <u>0,48</u>	0,38	0,31
0,69	0,47	0,38	0,31
0,66	0,47	0,37	0,30
0,64	0,45	0,37	0,29
0,63	0,45	0,37	-10% → 0,28
0,63	0,44	0,36	0,27
0,63	0,43	0,35	0,27
0,60	0,43	0,34	0,26
0,60	0,43	0,33	0,20
0,59	0,42	0,33	0,19
0,58	0,41	0,33	0,16
0,57	0,40	0,32	0,11
+25% →	Median →	-25% →	

Диаграмма 14.7 Диаграмма рассеяния соотношений P/G.

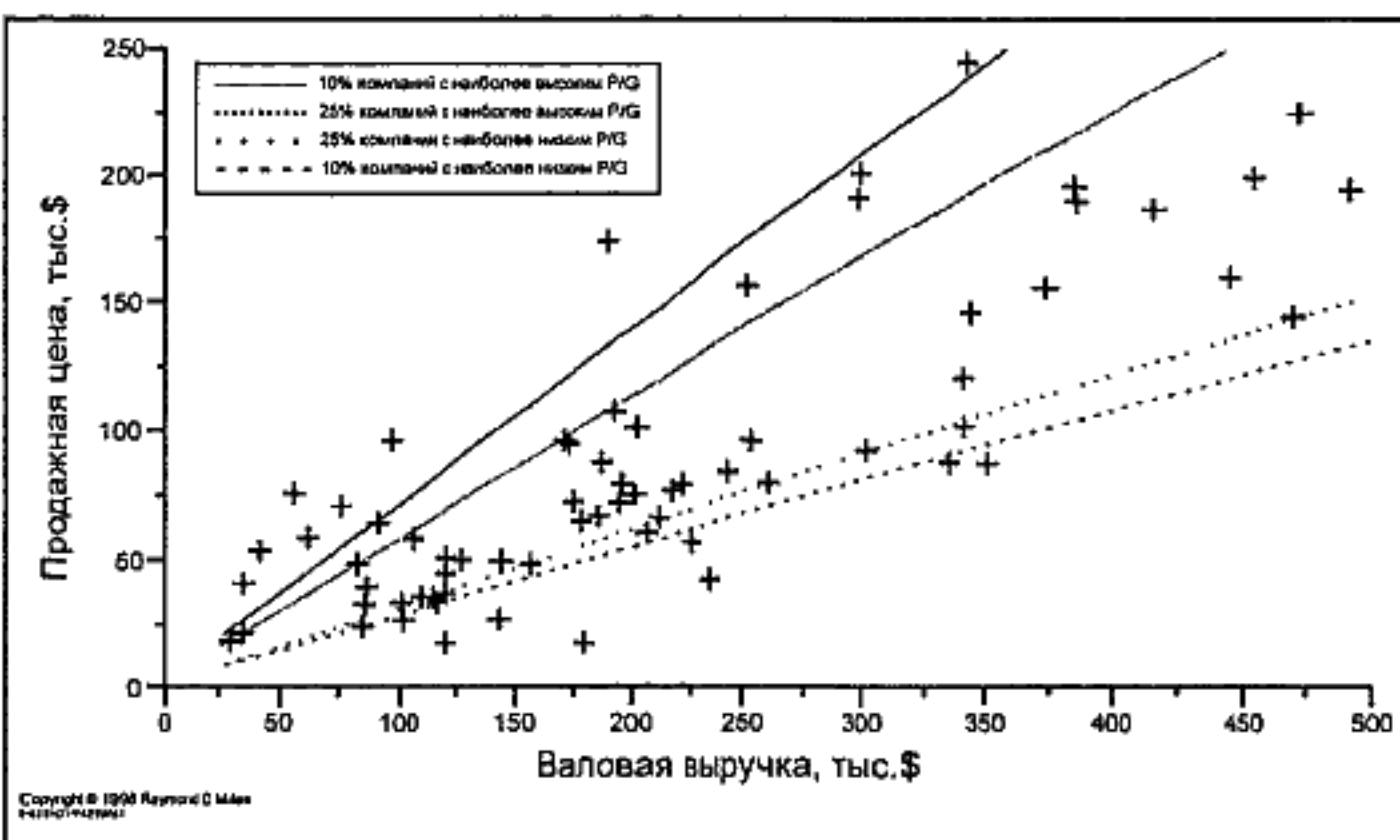


Отсчитав 10% показателей, начиная с максимального коэффициента (в данном случае таких коэффициентов 8), мы можем найти значение коэффициента P/G , которое разделяет верхние 10% и остальные 90%. Эта граница (лежащая в интервале между 0,72 и 0,69) также обозначена в Табл. 14.3

Произведя аналогичные действия в отношении 25% наиболее высоких значений коэффициента и в отношении 10% и 25% наиболее низких значений коэффициента, мы можем найти нижнюю границу 25% наиболее высоких коэффициентов, верхнюю границу 25% наиболее низких коэффициентов и верхнюю границу 10% наиболее низких коэффициентов. Все три эти граничные значения коэффициента отмечены в Табл. 14.3.

Графическое отображение в виде диаграммы рассеяния. Весьма полезный способ интерпретации данных о сделках — построение графика (диаграммы рассеяния) на основе этих данных. Диагр. 14.7 — как раз такая диаграмма рассеяния продажных цен и валовой выручки компаний, являвшихся объектами 80 сделок, приведенных в Табл. 14.3. Каждый крестик на диаграмме представляет одну из 80 сделок. (Подобный график может построить почти любая компьютерная программа обработки электронных таблиц).

Диаграмма 14.8 Диаграмма рассеяния соотношений P/G , дополненная линиями, отделяющими 10% и 25% компаний, имеющих наиболее высокие значения коэффициента P/G , и 10% и 25% компаний, имеющих наиболее низкие значения данного коэффициента.



Дополнение диаграммы линиями раздела. Диаграммы рассеяния, подобные той, которая показана на Диагр. 14.7, можно сделать более нагляд-

ными и убедительными путем нанесения на них линий, обозначающих различные границы, установленные на основании анализа данных о сделках.

Именно это и сделано на диаграмме (Диагр. 14.8), на которой показаны линии, отделяющие 10% компаний, имеющих наиболее высокие значения коэффициента P/G , 25% компаний, имеющих наиболее низкие значения того же коэффициента, 25% с наиболее высокими значениями и, наконец, 10% с наиболее низкими значениями этого коэффициента. Соответствующие группы определены в процессе ранжирования значений коэффициентов P/G , приведенных в Табл. 14.3.

Графики, подобные тому, что показан на Диагр. 14.8, и особенно линии раздела можно использовать при оценке средних и мелких компаний, о чем будет сказано ниже.

Этап 4: Сравнение оцениваемой компании с рынком на основе данных о совершенных сделках

При применении стандартного Метода сравнения данных по продаже компаний объект оценки сравнивают с избранными контрольными компаниями — или с каждой по отдельности, или с их совокупностью. При использовании DMDD оцениваемое предприятие сравнивают с рынком в целом, характеристики которого определяются данными о сделках.

При применении обоих методов оценщик используют собранную информацию об оцениваемой компании для получения ответов на следующие вопросы:

- Является ли стоимость оцениваемой компании выше или ниже средней рыночной стоимости или усредненной стоимости группы контрольных компаний? Другими словами, является ли оцениваемое предприятие в большей или в меньшей степени привлекательным по сравнению со средним предприятием того же типа?
- Примерно на сколько стоимость оцениваемой компании выше или ниже средней? При применении DMDD этот вопрос приобретает следующую формулировку: входит ли оцениваемый бизнес в сегменты, которые составляют 25% наиболее (или наименее) привлекательных компаний; входит ли он в сегменты, которые составляют 10% наиболее (или наименее) привлекательных компаний, и т.д.?

Ответ на эти вопросы можно получить несколькими способами. В некоторых случаях рассматриваются количественные характеристики, в некоторых — исключительно качественные.

В процессе сбора данных у оценщика формируется по меньшей мере качественное мнение о том, насколько привлекателен оцениваемый им бизнес.

Количественные методы оценки привлекательности бизнеса хорошо знакомы опытным оценщикам, поэтому подробно рассматривать их нет необходимости.

Говоря коротко, такие методы обычно предполагают использование следующих процедур:

- Анализ финансовых данных о деятельности оцениваемой компании, включая балансы и отчеты о доходах и расходах, который можно провести с использованием традиционных методов финансового анализа. Затем полученные результаты можно сравнить с обобщенными финансовыми данными по конкретной отрасли. Такие процедуры позволяют получить некоторое представление о положении оцениваемого бизнеса по сравнению с подобными ему предприятиями отрасли в количественном выражении.
- Изучение тенденций данного бизнеса в ретроспективе с целью прогнозирования его эффективности в будущем. Такой анализ может оказаться весьма полезным для дальнейшей работы.
- Полезным может оказаться и сравнение прибыльности данной компании с прибыльностью других компаний того же типа.
- При применении DMDM прибыльность оцениваемого бизнеса, выраженную в виде процента от объема продаж (т.е. коэффициента E/G), можно сравнивать с данными о рыночных сделках, что позволит перейти к количественной оценке привлекательности бизнеса на рынке. (Этот метод полезен лишь в том случае, если в качестве критерия эффективности используется коэффициент P/G).

Этап 5: Определение стоимости оцениваемого предприятия

По завершении предшествующих четырех этапов определение стоимости оцениваемого бизнеса является относительно несложной задачей. Разумеется, способ оценки и степень уверенности в ее результате будут зависеть от объема пригодных для обработки данных о сделках и от метода, использованного для анализа данных на этапе 3. (Примеры расчета стоимости оцениваемого бизнеса можно найти в конце этой главы).

Этап 6: Проверка оценочной стоимости

Проверка результатов является достаточно важной частью процесса оценки любого бизнеса, независимо от использованных для этого методов. Такая проверка может включать один или несколько из следующих шагов:

- Проверка с точки зрения здравого смысла («шестого чувства»). Как можно оценить полученный показатель стоимости с этой точки зрения?

- Сравнение с показателями стоимости, полученными при помощи других подходов к оценке/методов оценки.
- Проверка методом «адвокат дьявола²». Какой критике могут быть подвергнуты результаты данной оценки?
- Проверка «оправданности» приобретения (прогноз денежного потока покупателя). Будет ли покупатель после приобретения бизнеса по цене, равной оценочной стоимости, и на стандартных условиях платежа, удовлетворен будущими денежными потоками, генерируемыми этим бизнесом?

Упомянутые выше и иные методы проверки оценочной стоимости подробно описаны в литературе, посвященной оценке компаний, и поэтому мы не станем здесь дублировать информацию такого характера.

ПРИМЕРЫ

Ниже приведены примеры применения DMDD в различных ситуациях

Пример 1: Простая «проверка на адекватность». Простейшая проверка результатов оценки с применением DMDD заключается в сравнении коэффициентов P/G и P/E оцениваемого бизнеса с соответствующими коэффициентами компаний, выступавших в качестве объекта реальных сделок.

При наличии только 5 или 6 сделок такую проверку можно выполнить путем расчета средних значений коэффициентов P/E или P/G по всей выборке данных о сделках и последующего сравнения этих средних значений со значениями соответствующих коэффициентов оцениваемого предприятия.

Для наглядности давайте предположим, что мы произвели оценку магазина, торгующего тканями в розницу (категория 5949 Стандартной промышленной классификации) и хотим провести «проверку адекватности» нашей оценочной стоимости. Годовая валовая выручка оцениваемого бизнеса составляет 216 тыс. долл., а годовой объем доходов (до уплаты компенсации владельцу, процентов и налогов) — 55 тыс. долл. По нашей оценке, стоимость предприятия равна 150 тыс. долл.

Исходя из указанных выше показателей деятельности оцениваемого бизнеса, мы получим следующие соотношения:

$$\begin{aligned} P/G &= 150/216 = 0,69, \text{ и} \\ P/E &= 150/55 = 2,73 \end{aligned}$$

Для проверки адекватности нашей оценки мы собрали данные о сделках с

² от «devil's advocate» — спорщик из «любви к искусству», адвокат-казуист, защищающий заведомо неправую сторону на божественном диспуте — Прим. переводчиков

компаниями, включенными в ту же категорию 5949 Стандартной промышленной классификации. Эти данные приведены в Табл. 14.4, в которой содержатся сведения о 7 сделках. Хотя семь — слишком малое количество для проведения подробного анализа рынка, можно ожидать, что среднеарифметическое значение для этой выборки будет довольно близко соответствовать среднему показателю рынка.

Итак, мы усредняем значения коэффициентов P/G по семи сделкам, приведенным в Табл. 14.4, и находим, что среднеарифметическое значение этого коэффициента равно 0,57. Это, в грубом приближении, находится в пределах двадцатипроцентного отклонения от полученного нами коэффициента P/G , который для оцениваемого бизнеса составляет 0,69. Это до некоторой степени подтверждает «адекватность» нашей оценки стоимости данного бизнеса.

Аналогичным образом мы усредняем коэффициенты P/E по сделкам, внесенным в Табл. 14.4, и находим, что среднеарифметическое значение этого коэффициента равно 2,25. Хотя соответствующее значение (2,73) для оцениваемого бизнеса почти на 20% выше, эта разница достаточно мала, что также подтверждает «адекватность» сделанной нами оценки.

Пример 2: Проверка адекватности оценки на основании большего количества сделок. Располагая данными по 10 и более сделкам, можно выполнить более тщательную проверку результатов оценки. Для наглядности предположим, что мы произвели оценку компании Mike's Hardware, Inc. — предприятия, занимающегося розничной торговлей металлическими изделиями и компонентами оборудования, применив какой-то другой, отличный от DMDM метод. Имеющаяся в нашем распоряжении информация свидетельствует о том, что в прошлом году это предприятие имело валовую выручку в размере 325 тыс. долл., а соответствующий объем прибыли до вычета налогов составлял 98 тыс. долл. [14].

Располагая этой и другой собранной нами информацией, мы применили один или несколько подходов к оценке и определили рыночную стоимость данного предприятия в 162320 тыс. долл. Затем эту сумму мы округлили до 162 тыс. долл.

Готовясь к проверке адекватности нашей оценки, мы собрали данные о продаже похожих предприятий и свели эти данные в Табл. 14.5. Для выполнения проверки полученной нами оценки мы сравним данные, приведенные в этой таблице и характеризующие как коэффициент «продажная цена/валовая выручка», так и коэффициент «продажная цена/годовой объем доходов».

На первом этапе проверки мы проводим сравнение коэффициента «цена/валовая выручка». В Табл. 14.5 содержатся значения этого коэффициента для 39 реально состоявшихся сделок купли-продажи компаний, занимающихся розничной торговлей металлическими изделиями. Значения этих ко-

Таблица 14.4 Рыночные данные по магазинам розничной торговли тканями.

ДАННЫЕ ДЛЯ РЫНОЧНЫХ СРАВНЕНИЙ*									
Тип бизнеса	SIC №	Год. вал. тыс. \$	Год. дох. тыс. \$	Комп. влад. тыс. \$	Цена продажи тыс. \$	Цена продаж / валовая выручка	Цена / Год. доход	Местоположение	Год./мес. продаж
Вышивки монограмм	5949	41	15		30 А	0,73	2,00	Нью-Йорк	93/
Вязание		72	16		57 А	0,79	3,66	Юта	93/
Интерьер		280	47		80 А	0,29	1,70	Нью-Джерси	90/
Ткани высшего качества		175	43	25	108 А	0,62	2,51	Монтана	95/01
Магазины тканей		403	57		125	0,31	2,19	Флорида	87/04
Вышивки монограмм		288	77		180 А	0,63	2,34	Техас	90/
Вышивки монограмм на заказ		152	66		95 А	0,63	1,44	Миннесота	89/03

Пояснения по терминам, встречающимся в таблице данных:

- «Тип бизнеса» = основной род деятельности
- «SIC №» = номер основной категории по Стандартной промышленной классификации, к которой относится продаваемое предприятие.
- «Год. вал.» = объявленный годовой объем продаж предприятия.
- «Год. дох.» = объявленный годовой объем доходов до выплаты заработка и компенсаций владельцу, процентов и налогов.
- «Комп. влад.» = объявленная сумма заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу.
- «Цена продажи» = объявленная совокупная цена сделки, включающая наличные средства, простые векселя, обязательства, принятые на себя покупателем т.д., за исключением недвижимости. А = продажа активов, S = продажа акций.
- «Цена продаж/Валов. выручка» = Соотношение совокупной цены продаж и объявленной годовой валовой выручки.
- «Цена/Год. дох.» = Соотношение совокупной цены продаж и декларированного объема годовых доходов.
- «Год./мес. продаж» = Месяц и год совершения сделки.

*Приведенная ниже информация предоставлена по Вашему запросу на получение информации для использования метода сопоставления рыночных данных при оценке бизнеса. Учитывая характер источников, из которых получена информация, мы не можем гарантировать ее точность. Мы также не даем никаких гарантий относительно применимости этой информации к какому-либо конкретному случаю оценки.

эффицентов лежат в диапазоне от 0,03 (минимальное значение) до 1,79 (максимальное значение).

Теперь мы рассчитываем коэффициент «оценочная стоимость/годовая валовая выручка». Этот коэффициент равен:

$$\$162\,000 / \$325\,000 = 0,50$$

Хотя это значение коэффициента для данного предприятия укладывается в диапазон значений коэффициентов P/G, указанных в Табл. 14.5, этот диапазон настолько широк, что не может служить достаточно хорошим критерием проверки стоимостной оценки компании Mike's Hardware.

Далее мы рассчитываем среднеарифметическое значение коэффициента P/G по 39 сделкам, указанным в Табл. 14.5. Это среднеарифметическое значение равно 0,44, что весьма близко к значению 0,50, полученному для

Mike's Hardware. Это означает, что выполненная нами оценка стоимости этого предприятия успешно прошла первую часть проверки.

На следующем этапе мы сравниваем коэффициент «цена/годовой объем доходов» для Mike's Hardware с соответствующими значениями этого коэффициента, приведенными в Табл. 14.5. Таблица включает значения этого коэффициента по 32 из 39 сделок. Минимальное значение этого коэффициента — 0,30, максимальное — 37,5. Как и в случае с коэффициентами P/G, разброс значений и их диапазон весьма велики.

Затем мы рассчитываем среднесарифметическое значение коэффициента P/E на основании данных, приведенных в Табл. 14.5, и находим, что оно равно 4,08. Заметив, что одно из приведенных в таблице значений данного коэффициента (37,5) слишком велико по сравнению с другими, мы исключаем его как недостоверное и не отражающее условия объективной сделки — т.е. коммерческой сделки, заключенной независимыми сторонами. Исключив это значение, мы заново рассчитываем среднесарифметическое значение коэффициента P/E по оставшейся 31 сделке и находим, что эта величина равна 3,00.

Коэффициент «оценочная стоимость/годовой объем доходов» для Mike's Hardware равен:

$$\$335\,000 / \$98\,000 = 3,41.$$

Это значение данного коэффициента выше среднесарифметического для 31 сделки, которые перечислены в Табл. 14.5, даже после корректировки исходных данных, но отклонение составляет всего лишь около 14 % [15].

Соответственно, мы делаем вывод о том, что выполненная нами оценка рыночной стоимости Mike's Hardware проходит «проверку адекватности» и по коэффициенту P/G, и по коэффициенту P/E.

Пример 3: Анализ с целью оспорить оценочную стоимость, расцениваемую как необоснованная. Цена предложения на выставленный на продажу цветочный магазин Charles' Florist составляет 310 тыс. долл. Потенциальный покупатель связался с нами и попросил составить для него заключение относительно обоснованности цены продавца.

Потенциальный покупатель располагает весьма ограниченной информацией о данной компании. Он знает лишь то, что годовая валовая выручка магазина составляет около 400 тыс. долл. и что в налоговой декларации за прошлый год в качестве суммы годовой прибыли до уплаты налогов указаны 41700 долл.

Первый этап выполнения оценки для потенциального покупателя заключается в получении данных о сделках купли-продажи магазинов розничной продажи цветов (категория 5992 Стандартной промышленной классификации). Это дает нам информацию о 180 сделках по продаже подобных

торговых предприятий. Коэффициент P/G известен для всех 180 сделок, а коэффициент P/E известен лишь по 131 сделке из 180.

На следующем этапе мы используем электронные таблицы для расчета среднеарифметических значений, стандартного отклонения и коэффициентов вариации для соотношений P/G и P/E. Расчеты дают следующие результаты:

	P/G	P/E
Количество сделок	180	131
Среднее (среднеарифметическое) значение коэффициента	0,45	3,09
Стандартное отклонение	0,28	4,54
Коэффициент вариации	0,62	1,47

Как показано в приведенной выше таблице, среднеарифметическое значение коэффициента P/G по 131 сделке, для которых известен коэффициент P/E, равно 3,09.

Коэффициент вариации соотношения P/G (0,62) значительно ниже коэффициента вариации соотношения P/E (1,47). Это означает, что у значений P/G гораздо меньшая дисперсия вокруг среднеарифметического значения, чем у значения коэффициента P/E. Соответственно, при определении рынка мы отдадим предпочтение коэффициенту P/G.

Если исходить из цены продавца, который запрашивает 310 тыс. долл., и величины годовой валовой выручки, равной 400 тыс. долл., коэффициент «цена продавца/ валовая выручка» для магазина Charles' Florist составит:

$$P/G = \$310\,000 / \$400\,000 = 0,78$$

Хотя значение коэффициента «цена продавца/валовая выручка» для этого предприятия равно 0,78, что существенно выше среднеарифметического значения по 180 сделкам (0,45), оно все же намного ниже максимального значения коэффициента P/G, равного 2,44.

На следующем этапе нашего анализа данных о сделках мы выстраиваем значения коэффициента P/G по 180 сделкам по убывающей, от максимального до минимального. Результаты приведены в Табл. 14.6. В этой таблице мы находим в перечне значений коэффициента P/G позицию, соответствующую значению коэффициента «цена продавца/валовая выручка» 0,78, т.е. значению этого коэффициента для магазина Charles' Florist на основе цены, запрошенной продавцом (см. первую стрелку в первой колонке Табл. 14.6).

Ведя отсчет от максимального значения, приведенного в таблице, находим, что значение коэффициента P/G для Charles' Florist лежит между двенадцатой и тринадцатой сверху позициями в перечне значений этого коэффициента по 180 сделкам. Другими словами, для того, чтобы оправдать за-

Таблица 14.5 Рыночные данные по магазинам розничной продажи металлических изделий и компонентов оборудования.

ДАННЫЕ ДЛЯ РЫНОЧНЫХ СРАВНЕНИЙ*

Тип бизнеса	SIC №	Год. вал. тыс. \$	Год. док. тыс. \$	Комп. влад. тыс. \$	Цена продажи тыс. \$	Цена продажи/валовая выручка	Цена/Год. доход	Местоположение	Год. мес. продаж
Магазины металлических изделий	5251	36	6		26 A	0,72	4,33	Пенн-сильвания	98
Металлические изделия	96	15			45 A	0,47	3,00	Теннесси	97
Металлические изделия розница	128	21			95	0,74	3,06	Средняя розница	97
Магазины металлических изделий	170	65	40		77 A	0,45	1,18	Огайо	92
Магазины металлических изделий	172	41			133	0,77	3,24	Флорида	98
Металлические изделия	183	4			150	0,82	37,50	Калифорния/Аризона	
Металлические изделия	210				96	0,45		Калифорния/Аризона/Техас	99
Металлические изделия	213	100	50		382 A	1,70	3,50	Новая Англия	98
Придажа дверей, розничная	230	66			85 A	0,37	1,29	Северная Каролина	
Магазины металлических изделий	231	32			170 A	0,74	3,27	Коннектикут	98
Металлические изделия розница	238	20			175	0,74	7,00	Средняя розница	98
Металлические изделия розница	239	15			21 A	0,09	1,40	Техас	98
Магазины металлических изделий	239	15			98	0,41	6,53	Техас	98
Металлические изделия розница	250				96 A	0,38		Кентукки	98
Металлические изделия розница	295				170 S	0,58		Иллинойс	94
Металлические изделия розница	300	47			65	0,22	1,38	Калифорния	94
Металлические изделия розница	302	52			70	0,23	1,35	Флорида	98
Металлические изделия розница	305	42			208	0,56	4,76	Флорида	98
Металлические изделия	306	20			50 A	0,16	2,50	Теннесси	98
Металлические изделия	309	59			152	0,49	2,58	Техас	98
Металлические изделия розница	364	26			50 A	0,14	1,92	Коннектикут	92
Магазины металлических изделий	372				224 A	0,60		Висконсин	98
Металлические изделия	478	122			145	0,30	1,10	Техас	98
Розница — металлические изделия	488	43			13 A	0,03	0,30	Новая Англия	98
Металлические изделия и аренда оборудования	500	59			140 A	0,28	2,37	Техас	99
Розница — металлические изделия	515	63			105 A	0,20	1,37	Вирджиния	98
Магазины металлических изделий	583				213 A	0,37		Иллинойс	98
Магазины металлических изделий	609				290 A	0,48		Техас	98
Магазины металлических изделий	609	80			290	0,48	3,20	Техас	98
Магазины металлических изделий	750	60	70		372 A	0,50	6,20	Нью-Йорк	98
Металлические изделия и аренда оборудования	850	130			108	0,13	0,83	Северная Каролина	92
Металлические изделия розница	900				538 A	0,60		Аризона	98
Магазины металлических изделий	1000	80			127	0,13	1,41	Техас	98
Металлические изделия розница	1214	92			100 A	0,09	1,15	Новая Англия	98
Магазины металлических изделий	1431	170			126	0,09	0,74	Техас	98
Металлические изделия розница	1600	100			400	0,25	4,00	Теннесси	98
Розница — металлические изделия	1600	96			400 A	0,25	4,17	Луизиана	98
Металлические изделия, поставки для оборудования зданий и сооружений	3524	176			1500	0,43	8,52		98
Инструменты, электрические и ручные, розница	6000	700	650		2800 A	0,47	4,00	Коннектикут	98

Пояснения по терминам, встречающимся в таблице данных:

«Тип бизнеса»	— основной вид деятельности
«SIC No»	— номер основной категории по Стандартной промышленной классификации, к которой относится данное предприятие.
«Год. вал.»	— объявленный годовой объем продаж предприятия.
«Год. док.»	— объявленный годового объем доходов до уплаты заработной платы и комиссионных влад. и процентов и налогов
«Комп. влад.»	— объявленная сумма заработка и комиссионных, выплачиваемых владельцу
«Цена продаж»	— объявленная совокупная цена сделки, исключившая различные кредиты, принятые на себя обязательства, принятые на себя покупателем т.д., за исключением недвижимости A = продажа активов; S = продажа акций.
«Цена продажи/Валов. выручка»	— Соотношение совокупной цены продаж и объявленной годовой валовой выручки
«Цена/Год. дох.»	— Соотношение совокупной цены продаж и декларированного объема годовых доходов
«Год./мес. продаж»	— Месяц и год совершения сделки.

*Приведенная ниже информация предоставляется по Вашему запросу на получение информации для независимых экспертов (инвесторов) на основе точных данных при оценке бизнеса. Учитывая характер источников, из которых получена информация, мы не можем гарантировать ее точность. Мы также не даем никаких гарантий относительно применимости этой информации к какому-либо конкретному случаю.

прашиваемую продавцом цену в 310 тыс. долл. при валовой выручке, равной 400 тыс. долл., компания Charles' Florist должна быть в числе наиболее привлекательных цветочных магазинов. Таким образом, цена, равная 310 тыс. долл., завышена, если только покупатель не относит Charles' Florist к категории исключительно привлекательных цветочных магазинов.

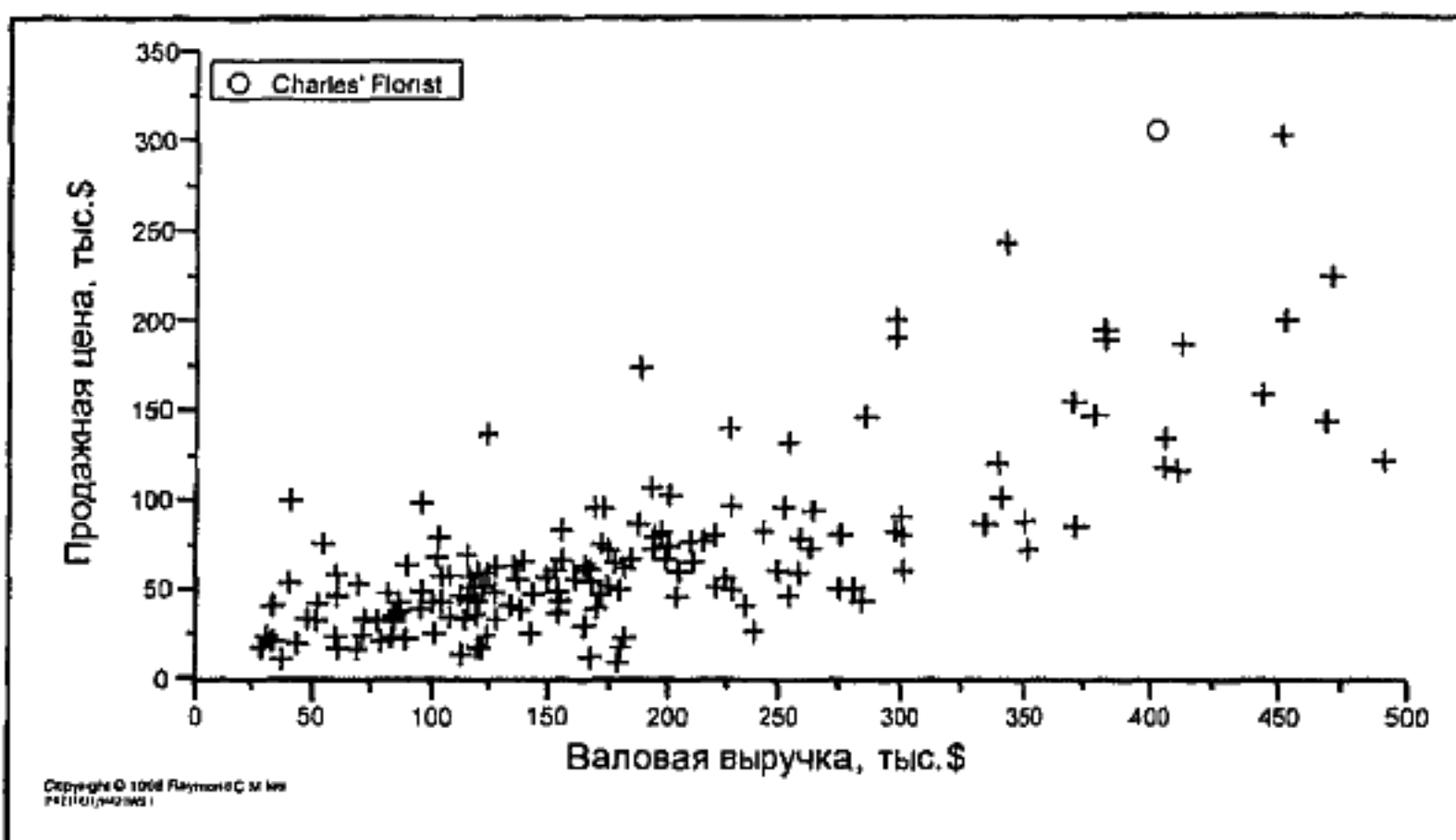
Таблица 14.6 Ранжирование 180 значений коэффициента P/G

P/G	P/G	P/G	P/G	P/G	P/G
2,44	0,60	0,15	0,38	0,32	0,26
1,86	0,60	0,44	0,38	0,32	0,26
1,38	0,58	0,44	0,38	0,32	0,26
1,32	0,58	0,44	0,38	0,31	0,26
1,17	0,57	0,44	0,38	0,31	0,26
1,12	0,57	0,44	0,38	0,31	0,25
1,02	0,56	0,44	0,38	0,31	0,25
0,97	0,56	0,43	0,38	0,31	0,25
0,94	0,54	0,43	0,37	0,31	0,25
0,80	0,54	0,43	0,37	0,30	0,24
0,79	0,53	0,43	0,37	0,30	0,24
Charles → 0,78	0,53	0,43	0,37	0,30	0,23
0,78	0,53	0,42	0,37	0,30	Нижний предел → 0,22 10%
0,75	0,52	0,42	0,36	0,30	0,21
0,73	0,52	0,42	0,36	0,29	0,20
0,72	Верхний предел → +25% 0,51	0,42	0,36	Нижний предел → 25% 0,29	0,20
0,71	0,51	0,42	0,36	0,29	0,20
Верхний предел → +10% 0,69	0,50	0,41	0,35	0,29	0,20
0,69	0,49	0,41	0,35	0,29	0,20
0,68	0,49	0,40	0,35	0,29	0,19
0,68	0,49	0,40	0,35	0,28	0,19
0,66	0,49	0,40	0,35	0,28	0,17
0,65	0,49	0,40	0,34	0,28	0,16
0,64	0,49	0,39	0,33	0,28	0,16
0,63	0,48	0,39	0,33	0,28	0,14
0,63	0,48	0,39	0,33	0,27	0,13
0,63	0,48	0,39	0,32	0,27	0,13
0,63	0,47	0,39	0,32	0,27	0,11
0,63	0,47	0,38	0,32	0,27	0,09
0,61	0,46	0,38	0,32	0,27	0,07

Построение диаграммы рассеяния. Более наглядный способ опровержения необоснованной оценки стоимости, причем достаточно простой и доступный для понимания даже неспециалистов — построение диаграммы рассеяния данных. Такая диаграмма представлена на Диагр.14.9. На ней отображены содержащиеся в Базе рыночных данных Института оценщиков бизнеса сведения о ценах продажи и объемах валовой выручки по 180 проданным цветочным магазинам.

Крестики на диаграмме обозначают данные по 180 сделкам, сведения о которых внесены в указанную базу данных. Кругом обозначена цена, которую продавец запрашивает за Charles' Florist. Он был нанесен на диаграмму для того, чтобы показать соотношение между годовой выручкой данного магазина и ценой, предлагаемой за него продавцом, и соответствующими данными рынка купли-продажи цветочных магазинов.

Диаграмма 14.9 Соотношение «цена/валовая выручка» для магазинов розничной продажи цветов



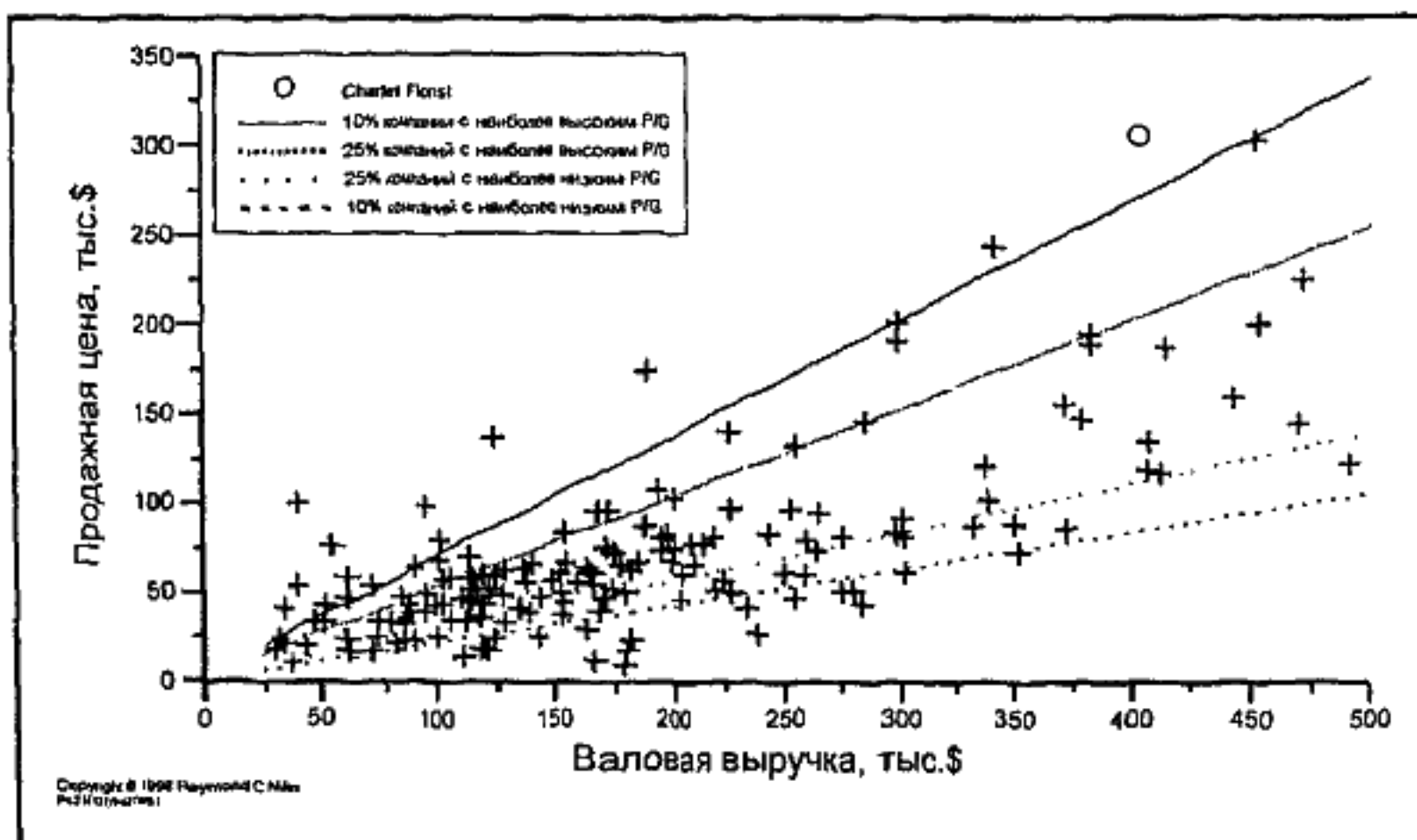
Диаграмму рассеяния можно сделать более наглядной и убедительной, дополнив ее линиями, которые отражают различные границы, установленные на основании данных о сделках. Эти действия выполнены на диаграмме, представленной на Диагр. 14.10. На нее нанесены линии раздела для 10% магазинов, имеющих наиболее высокие значения коэффициента P/G , 25% магазинов, имеющих наиболее высокие значения этого коэффициента, а также 25% и 10% магазинов, имеющих наиболее низкие значения того же коэффициента. Данные по ранжированию значений коэффициентов P/G приводятся в Табл. 14.6.

На Диагр. 14.10 каждая из линий раздела имеет уклон (P/G), задаваемый соответствующими значениями цены и валового дохода, на основе которых были рассчитаны коэффициенты, приведенные в таблице. Таким образом, уклон линии, отделяющей «верхние» 10%, определен путем отсчета сверху 18-ти ($18/180 \times 10 = 10\%$) наиболее высоких значений коэффициента P/G из тех, что приведены в Табл. 14.6. Следовательно, линия, отделяющая 10% магазинов с наиболее высокими значениями коэффициента

P/G , проходит через значение, относящееся к магазину, коэффициент P/G которого стоит в этом перечне на восемнадцатом месте. Другими словами, линия, отделяющая 10% магазинов с наиболее высокими значениями P/G , имеет уклон, определяемый соотношением P/G , которое соответствует восемнадцатому по счету значению коэффициента из тех, что приведены в Табл. 14.6. Таким образом:

$$P/G_{+10\%} = 0,69$$

Диаграмма 14.10 Соотношение «цена/валовая выручка» для магазинов розничной продажи цветов, с нанесением линий, отделяющих 10% и 25% магазинов, имеющих наиболее высокие и наиболее низкие значения этого коэффициента



Сходным образом на Диагр. 14.10 определяются и другие линии раздела. Итак, линия, отделяющая 25% магазинов с наиболее высокими значениями коэффициента P/G , имеет уклон, определяемый значением соотношения цены и валовой выручки магазина, коэффициент P/G которого стоит на 45-м месте ($45/180 \times 100 = 25\%$) в Табл. 14.5. Следовательно:

$$P/G_{+25\%} = 0,52$$

Линии, отделяющие «нижние» 25% и «нижние» 10% магазинов, имеют уклон, который определяется тем же способом, т.е. путем отсчета по восходящей, начиная с минимального значения коэффициента P/G , с последующим построением линий раздела, имеющих уклон, равный соответствующему

щим значениям соотношения «цена/валовая выручка».

Для того, чтобы определить уклон линии, отделяющей 10 % магазинов с наиболее низкими значениями коэффициента P/G , мы отсчитываем 18 значений, начиная с конца перечня. Тогда уклон граничной линии для 10 % магазинов с наиболее низкими значениями коэффициента P/G будет:

$$P/G_{-10\%}=0,22$$

Сходным образом, уклон линии, отделяющей 25 % магазинов с наиболее низкими значениями коэффициента P/G , определяется отсчетом от конца таблицы до 45-го значения этого коэффициента. Тогда уклон линии, отделяющей 25 % предприятий с минимальными значениями коэффициента P/G , будет:

$$P/G_{-25\%}=0,29$$

Использование диаграммы при анализе, проводимом с целью оспорить необоснованную стоимость. Диаграммы, подобные представленной на Диагр. 14.10, могут оказаться особенно полезными при необходимости оспорить оценочную стоимость, независимо от того, кто проводил оценку — потенциальный продавец, преувеличивающий ценность своего предприятия, или другой «эксперт», действующий в данной конфликтной ситуации.

Объяснив обоснованность данных, приведенных на диаграмме, будет нетрудно доказать, что анализ результатов оценки того предприятия, о котором идет речь (в данном случае — о магазине Charles' Florist) показывает, что магазин должен обладать какими-то исключительными характеристиками. При отсутствии убедительных доказательств, свидетельствующих о том, что оцениваемое предприятие обладает некими выдающимися качествами по сравнению с другими предприятиями подобного типа, факт завышения его стоимости становится очевидным.

Разумеется, та же логическая схема применима и в отношении компаний, стоимость которых явно занижена. В таких случаях диаграммы, подобные Диагр. 14.10., где представлены имеющиеся в распоряжении данные о сделках (бизнес с заниженной оценкой помечен значком), могут оказаться весьма убедительными при действиях, предпринимаемых с целью оспорить необоснованно заниженную оценки бизнеса.

В приведенном выше примере в качестве релевантного критерия эффективности для магазинов розничной торговли цветами использованы значения коэффициента «цена/валовая выручка» (P/G). Этот показатель выбран потому, что он имеет более низкий коэффициент вариации. Если бы мы избрали в качестве критерия эффективности коэффициент P/E (вместо коэффициента P/G или в дополнение к нему), то процедура построения графи-

ка была бы идентична той, которая описана выше, — с той разницей, что ранжированию, аналогичному упорядочиванию коэффициентов при построении Табл. 14.6 подлежали бы значения коэффициента P/E , вместо значений коэффициента P/G .

Пример 4: Использование данных о сделках для оценки компании.

Процедура реальной оценки компаний закрытого типа с использованием данных о сделках достаточно логична, но эта логичность не означает простоты. Для того, чтобы проиллюстрировать данное утверждение, предположим, что мы получили задание оценить магазин розничной продажи цветов — назовем его «Beautiful Blossoms».

Как и в предыдущем примере, касавшемся Charles' Florist, мы собрали данные о сделках по продаже 180 магазинов, торгующих цветами в розницу. Мы также решили, что поскольку коэффициент P/G имеет меньший коэффициент вариации, он характеризует рынок лучше, чем коэффициент P/E . Соответственно, в процессе оценки Beautiful Blossoms мы будем использовать значения коэффициента P/G , приведенные в Примере 3.

Собранная нами информация о Beautiful Blossoms включает сведения о том, что валовая выручка этого магазина составляет 380 тыс. долл. Для того, чтобы использовать данные о сделках купли-продажи магазинов розничной торговли цветами при оценке Beautiful Blossoms, воспроизведем диаграмму рассеяния, подобную диаграмме, указанной на Диагр. 14.10, но не станем наносить на нее точки, обозначающие отдельные сделки. Кроме того, проведем на графике вертикальную линию, соответствующую годовой валовой выручке Beautiful Blossoms, составляющей, как мы знаем, 380 тыс. долл. В результате мы получим диаграмму, представленную на Диагр. 14.11.

Следующий шаг в нашей оценке Beautiful Blossoms — определение точки на проведенной нами вертикальной линии, в которой должен находиться объект оценки. Для этого надо провести анализ оцениваемого бизнеса в сравнении с рынком, пользуясь методикой, описанной в разделе «Этап 5: Определение стоимости оцениваемого предприятия».

Для наглядности предположим, что мы проанализировали показатели Beautiful Blossoms и пришли к заключению, что по сравнению с другими магазинами розничной торговли цветами он обладает привлекательностью выше средней, однако и не является одним из лучших. На основании этого заключения мы можем вполне резонно предположить, что по своей стоимости Beautiful Blossoms входит в тот сегмент рынка, который составляют 25% магазинов с наилучшими показателями эффективности, хотя и не попадает в число 10% самых лучших магазинов.

Теперь мы можем нанести на Диагр. 14.11 горизонтальные линии, которые пройдут через точки пересечения вертикальной линии, отображающей годовую валовую выручку Beautiful Blossoms (380 тыс. долл.), с наклонными линиями, отделяющими 10% и 25% магазинов, показатели которых луч-

шие на рынке. В результате получаем Диагр. 14.12. (Линии раздела 25% и 10% «худших» магазинов на этой диаграмме отсутствуют, поскольку для нас они более не представляют интереса).

Диаграмма 14.11 Соотношение «цена/валовая выручка» для магазинов розничной торговли цветами, с выделением границ 10% и 25% магазинов с верхними и нижними значениями коэффициента.

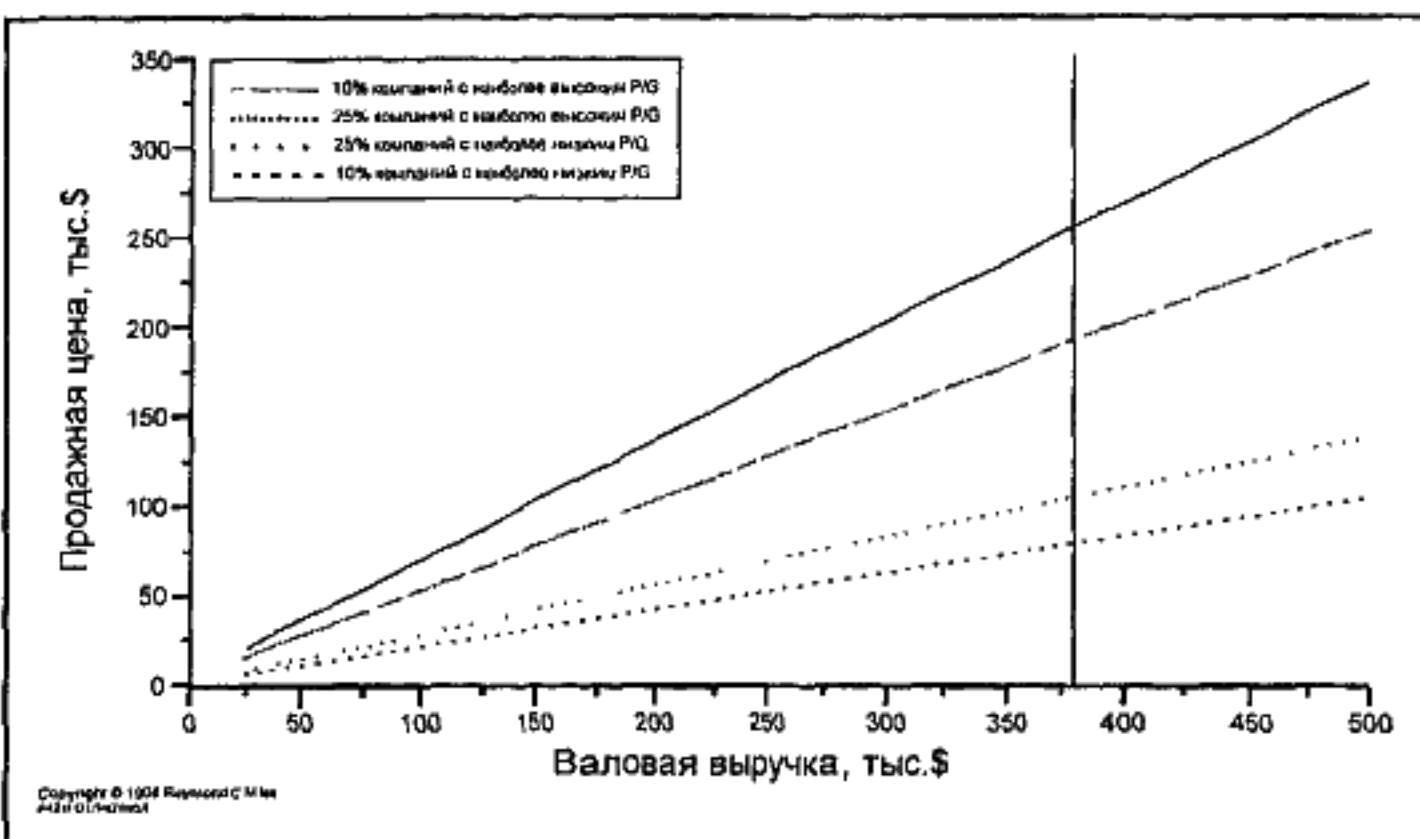
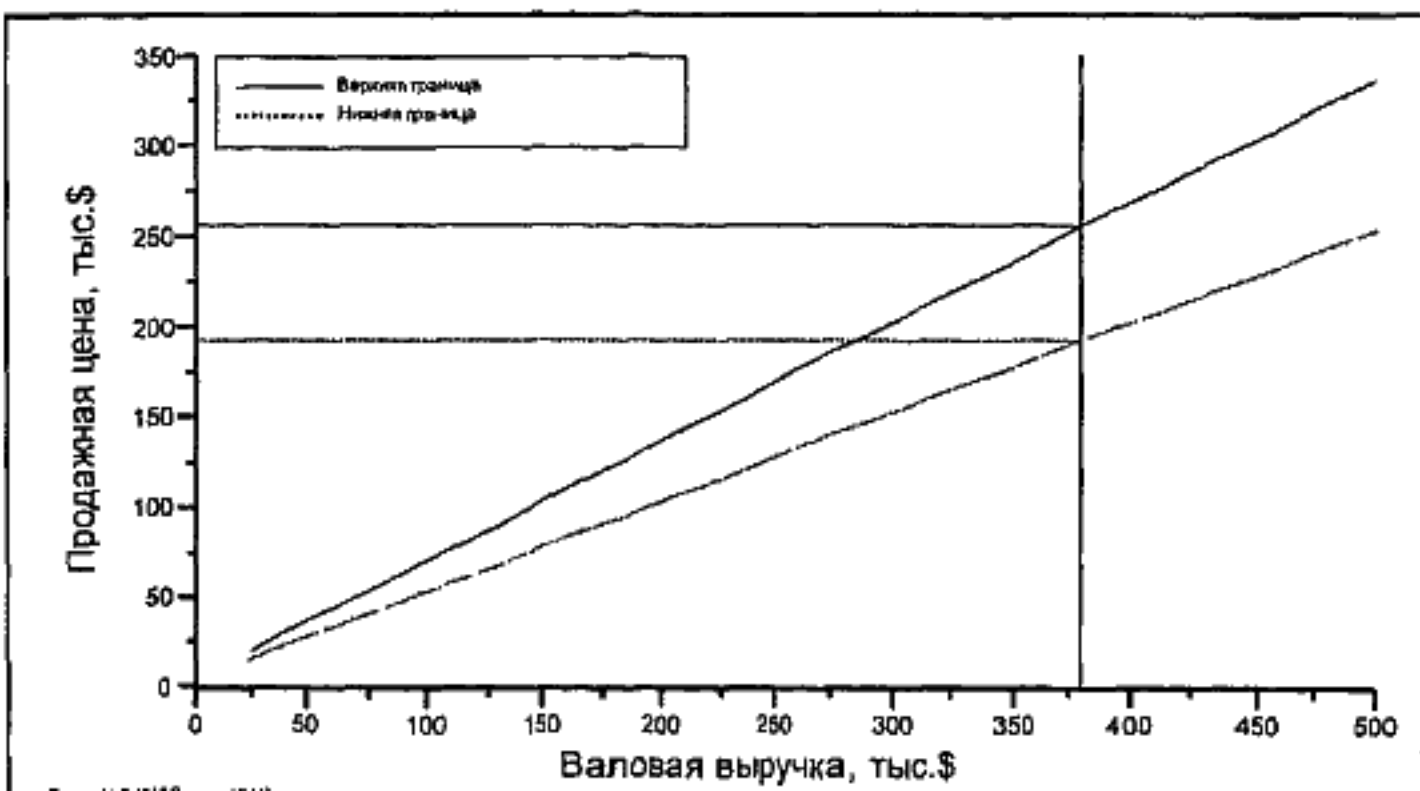


Диаграмма 14.12 Диапазон стоимостных оценок Beautiful Blossoms.



Теперь, изучив диаграмму, представленную на Диагр. 14.12, мы можем найти диапазон показателей стоимости Beautiful Blossoms, который лежит в интервале между 10% самых лучших и 25% лучших магазинов, образующих рынок. Эти показатели стоимости равны примерно 262 тыс. долл. (граница сегмента, который включает 10% самых лучших магазинов), и примерно 198 тыс. долл. (граница сегмента 25% лучших магазинов).

Таким образом, мы пришли к заключению, что рыночная стоимость Beautiful Blossoms составляет от 198 до 262 тыс. долл. (Если этот диапазон возможных цен кажется слишком большим, то заметим, что разброс показателей стоимости составляет всего $\pm 15\%$. По мнению различных источников, такая величина находится в пределах точности, допустимой при оценке бизнеса, проведенной надлежащим образом [16]).

Завершающий этап в процессе оценки — корректировка оценочной стоимости Beautiful Blossoms с целью компенсировать различия между составом подлежащих оценке активов и пассивов этого магазина и соответствующими статьями, которые учитывались при расчете цен, занесенных в Базу рыночных данных Института оценщиков бизнеса.

Цены сделок, которые занесены в эту базу данных, соответствуют стандартной практике продажи компаний того же типа, что и оцениваемый бизнес. Несмотря на некоторые отличия, зависящие от типа бизнеса, в целом предполагается, что продажа компаний закрытого типа осуществляется путем продажи их активов, а не акций, причем в цену сделки включается стоимость основных фондов, аренды и нематериальных активов предприятий, в то время как стоимость товарно-материальных запасов, дебиторской задолженности и обязательств (за исключением обязательств, связанных с финансированием основных фондов) в эту цену не включается.

Если при оценке Beautiful Blossoms мы столкнемся с нестандартным составом подлежащих продаже активов и пассивов, то стоимость, определенную с помощью DMDM, следует скорректировать в сторону повышения или понижения в зависимости от ситуации в конкретном случае. Иными словами, если в оценку Beautiful Blossoms необходимо включить активы, которые не входят в состав типичной сделки купли-продажи цветочных магазинов, то предварительную оценку стоимости следует скорректировать в сторону повышения. Если же из состава оцениваемых активов «Beautiful Blossoms» следует исключить какие-то статьи, обычно учитываемые при заключении типичной сделки, то, разумеется, следует произвести корректировку стоимости в сторону понижения.

Заключение

Метод оценки компаний закрытого типа с помощью прямых рыночных данных уникален в том отношении, что при его применении оцениваемый бизнес рассматривается в контексте всего рынка продаж компаний такого

типа. Это особенно важно при оценке стоимости средних и мелких предприятий с использованием данных о реальных продажах компаний закрытого типа.

По сравнению с другими методами оценки стоимости компаний, метод DMDD имеет ряд преимуществ.

Во-первых, поскольку при применении DMDD используется информация, взятая непосредственно с рынка купли-продажи компаний закрытого типа, данный метод избавляет оценщика от необходимости выносить различные субъективные суждения, как это приходится делать при применении традиционного метода оценки путем сопоставления данных о продаже контрольных компаний.

Во-вторых, по сравнению с методами, используемыми в рамках доходного подхода к оценке, использование DMDD устраняет очень сложную проблему определения надлежащей ставки капитализации или ставки дисконта, которой следует воспользоваться при пересчете дохода в стоимость.

Еще одним преимуществом DMDD является то, что этот метод позволяет ставить оцениваемый бизнес в контекст всего рынка, а не исходит из предположения о том, что оцениваемый бизнес должен рассматриваться в соответствии с показателями «средней» компании, полученными в результате усреднения данных о компаниях, избранных в качестве контрольных.

Наконец, поскольку DMDD основывается на реальных сделках купли-продажи компаний, схожих с оцениваемой, данный метод гораздо более прост для объяснения неспециалистам, в том числе клиентам, судьям, присяжным и представителям противной стороны.

Примечания

1. Эта глава содержит адаптированный материал, основанный на публикации «Введение в Метод прямых рыночных данных» (Introduction to the Direct Market Data Method, The Institute of Business Appraisers, Inc., издание P-409, © 1998 The Institute of Business Appraisers. Материал использован с разрешения владельцев авторского права.
2. Американское общество оценщиков, «Положения об оценке бизнеса SBVS-1, Метод оценки путем сравнения данных о продаже компаний» (American Society of Appraisers, Business Valuation Statements SBVS-1 The Guideline Company Valuation Method).
3. Постановление 59-60 Налогового управления США, раздел 6, гласит: «Определение надлежащей ставки капитализации представляет одну из самых трудных проблем оценки».
4. Современные оценщики компаний обычно говорят о «контрольных» компаниях, а не о «сопоставимых» компаниях.

5. Система Стандартной промышленной классификации (SIC) в перспективе будет заменена новой Североамериканской системой промышленной классификации (NAICS). В настоящее время используются обе эти системы.
6. Цена — это то, что человек платит; стоимость — то, что человек надеется получить.
7. Формулу вычисления стандартного отклонения для любого распределения можно найти в учебниках по теории вероятности и статистике. Кроме того, большинство компьютерных программ, используемых для обработки электронных таблиц, включают макросы для вычисления стандартного отклонения.
8. Диагр. 13.5 основана на формуле «t-распределения Стьюдента», которую можно найти в учебниках по теории вероятности и статистике. При заданном уровне вероятности, диапазон неопределенности, показанный на Диагр. 13.5, отражает диапазон возможных значений средней величины для всей генеральной совокупности (всех данных о рынке) относительно средней величины выборки данных (данных о сделках).
9. Институт оценщиков бизнеса (The Institute of Business Appraisers), P.O. Box 1447, Boynton Beach, Fl 33425. Тел.: 561-732-3202. Факс: 561-734-4304. Сайт: www.instbusapp.org
10. Информацию по BIZCOMPS можно получить в Assets Business Appraisals, P.O.Box 71777, San Diego, CA 92171. Тел.: 619-457-0366. Факс: 619-299-7171. Сайт: www.bizcomps.com
11. Данные по сделкам, приведенные в Табл. 13.1 и 13.5, охватывают большой промежуток времени. Как было доказано (как эмпирически, так и теоретически), коэффициенты P/G и P/E компаний закрытого типа со временем не претерпевают существенных изменений. Соответственно, данные о сделках по продаже компаний закрытого типа пригодны для использования независимо от времени совершения этих сделок.
12. Рэймонд Майлз, «Оценка бизнеса в реальном мире — показатели, полученные на основе базы рыночных данных IBA» (Miles, Raymond C. Business Appraising in the Real World — Evidence from the IBA Market Data Base), Institute of Business Appraisers, 1992, издание IBA P-292.1.
13. Значение, которое придается коэффициенту P/G при определении рынка, не обязательно означает, что владельцы компаний и покупатели придают большее значение объему выручки, чем прибыли, хотя порой случается и такое. В то же время это означает, что для описания и определения рынков коэффициент P/G, может быть столь

же важен, как и коэффициент P/E — а может быть, имеет и еще большую важность.

14. Здесь речь идет о прибыли до выплаты заработка и компенсаций владельцам, процентов и налогов, что соответствует определению понятия «годовые доходы», которое используется среди показателей, приводимых в Базе рыночных данных Института оценщиков бизнеса.
15. Вместо пересчета среднеарифметического значения коэффициента P/E после исключения наивысшего значения (37,5) мы могли бы использовать не среднеарифметическое, а медиану 32 значений коэффициента P/E , приведенных в Табл. 13.6. Это медианное значение коэффициента P/E равно 2,8, что составляет примерно 22% от значения коэффициента P/E для Mike's Hardware, равного 3,41.
16. См., например:

Шеннон П. Пратт, Э. Райлли и Роберт П. Швайс, «Оценка бизнеса — анализ и оценка компаний закрытого типа» (Pratt, Shannon P., Reilly E. and Schweih, Robert P., Valuing a Business — The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies), Irwin Professional Publishing, третье издание, 1996 г., стр. 675,

а также:

Рэймонд Майлз, «Оценка бизнеса в реальном мире — показатели, полученные на основе базы рыночных данных IBA» (Miles, Raymond C. Business Appraising in the Real World — Evidence from the IBA Market Data Base), Institute of Business Appraisers, 1992 г.

Рыночный подход с использованием данных по открытым компаниям

МЭРИ Б. МАККАРТЕР (MARY B. McCARTER)
КЭТРИН Ф. ЭШВАЛЬД (KATHRYN F. ASCHWALD)

Рыночный подход к определению стоимости с использованием данных по открытым компаниям основан на имеющейся информации о рынке. С помощью данного метода мы определяем цену, по которой могли бы продаваться обыкновенные акции закрытой компании, если бы они были предметом торгов на активном рынке или на бирже. Для этого мы проводим анализ рыночных коэффициентов, относящихся к ценам на акции открытых компаний, работающих в той же отрасли, что и оцениваемая нами закрытая компания (объект оценки). Возможность такого сравнения обусловлена тем, что уровень риска и перспективы роста таких открытых компаний наиболее сопоставимы с соответствующими показателями оцениваемой закрытой компании. Тем не менее, поскольку факторы риска и перспективы роста оцениваемой компании с точки зрения средств, инвестированных в ее обыкновенные акции, могут в некоторой степени отличаться от аналогичных показателей для избранной группы открытых компаний, оценщик должен произвести необходимую корректировку рыночных коэффициентов с учетом имеющихся различий. Далее в этой главе мы рассмотрим этот вопрос более подробно.

В Постановлении 59-60 Налогового управления США, в частности, говорится о том, что при расчете налога на дарение и передачу имущества по наследству «рыночная цена акций корпораций, занятых в идентичном или аналогичном направлении экономической деятельности и имеющих акции, являющиеся предметом активных торгов на свободном открытом рынке как на бирже, так и на внебиржевом рынке», является одним из восьми показателей, рассматриваемых в качестве «основополагающих факторов, требующих тщательного анализа в каждом конкретном случае» [1]. Министерство труда США (DOL) в изданном им руководстве по оценке Планов по включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP) также предлагает использовать принципы оценки, изложенные в указанном Постановлении Налогового управления [2]. Помимо этого, рыночный подход является об-

щепризнанным методом и широко используется при оценке закрытых компаний. Из вышесказанного следует, что оценщики бизнеса должны уметь применять данный подход во всех случаях оценки, связанных с расчетом налога на дарение, при передаче имущества по наследству и при оценке ESOP¹. Однако, в зависимости от обстоятельств в каждом конкретном случае, рыночный подход с использованием информации по открытым компаниям может и не иметь первостепенного значения для выводов оценки.

Данный подход имеет следующие преимущества:

1. Оценщик может получить доступ к большому объему финансовой и прочей информации по открытым компаниям.
2. Информация по рыночным ценам основана на результатах коммерческих операций с участием большого числа покупателей и продавцов.
3. Информация по рыночным ценам на акции открытых компаний основана на результатах сделок по купле-продаже миноритарных (не контрольных) пакетов акций. В этой связи данный подход особенно удобен при оценке миноритарных долей участия в акционерном капитале компаний.
4. Акции более крупных компаний из числа оцениваемых часто могут являться предметом открытой продажи, вследствие чего данный подход в большой мере также применим при оценке таких компаний.

В то же время данный подход имеет следующие недостатки:

1. Зачастую бывает трудно найти открытые компании, имеющие реальное сходство с оцениваемой, особенно если объект оценки относится к разряду небольших фирм.
2. Некоторые трудности может представить правильная интерпретация данных о фондовом рынке (как ценовой, так и финансовой информации).
3. В системе функционирования фондового рынка присутствует определенный эмоциональный аспект.
4. Существуют некоторые разногласия по вопросам применения данного подхода к оценке контрольного пакета акций.

Стоимость, определенная на основе данного подхода, называется *рыночной стоимостью миноритарных пакетов акций* (minority marketable¹ value). Как уже говорилось, данная стоимость представляет собой цену, по которой могли бы быть проданы акции, если бы они продавались на

¹ Термин часто употребляется в значении ликвидности, но при этом подразумевается сохранение стоимости актива. — *Прим. переводчиков*

бирже. Если обыкновенные акции оцениваемой компании не являются предметом торгов на бирже, указанная цена должна быть уменьшена на размер скидки с учетом относительно невысокого уровня их ликвидности. Владелец акций закрытой компании не может позвонить своему биржевому брокеру, попросить его продать акции и получить за них наличные в течение трех рабочих дней. Применение скидки на недостаточный уровень ликвидности акций выходит за рамки обсуждения в данной главе, однако мы вернемся к данному вопросу позднее и рассмотрим его несколько подробнее.

В данной главе мы обсудим, как находить, отбирать и пополнять информацию о «контрольных» открытых компаниях. Мы используем термин «контрольные», так как данные о выбираемых нами компаниях помогают в определении рыночных коэффициентов, которые мы можем применить при оценке рассматриваемой компании. Для описания компаний, отбираемых для такого анализа, используются также термины «сопоставимые», «похожие» и «сравнимые». Помимо этого, мы обсудим различные способы оценки, которые могут быть использованы в рамках данного подхода, базу для сопоставления уровня доходов объекта оценки и контрольных компаний, а также рыночные коэффициенты, которые могут быть использованы при оценке рассматриваемой компании. Кроме того, мы обсудим факторы, которые необходимо учесть при составлении заключения об оценке. И, наконец, мы проанализируем некоторые ошибки, которые часто совершают при использовании данного подхода.

Процесс выбора контрольных открытых компаний

Поиск

В Постановлении 59-60 Налогового Управления США говорится о том, что при выборе компаний, включаемых в контрольную группу, необходимо учитывать несколько важных факторов:

При выборе акционерных компаний для проведения сравнительного анализа следует отбирать только сопоставимые компании. Хотя единственным ограничительным условием в отношении отбора сопоставимых компаний, упоминаемых в данном постановлении, является требование, в соответствии с которым сравниваемые компании должны иметь одинаковые или схожие направления экономической деятельности, очевидно, что для получения максимально обоснованных результатов сопоставительного анализа следует учитывать и прочие важные факторы. Например, нельзя проводить прямое сопоставление компании, имеющей в обращении только обыкновенные акции, с корпорацией, которая помимо обыкновенных акций имеет привилегированные акции одного или нескольких выпусков. Аналогичным образом, компанию, характеризующуюся спадом в бизнесе и сокращением занимаемой доли на рынке, нельзя сравнивать с компанией, которая имеет

хорошие показатели темпа роста и постоянно увеличивающуюся долю в рынке [3]

ПОИСК ПО НАПРАВЛЕНИЮ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

При составлении списка контрольных открытых компаний следует начать с определения отрасли экономики, к которой относится объект оценки. В соответствии со сложившейся практикой, наибольшее распространение получила классификация промышленных групп в соответствии с руководством «Стандартная классификация по отраслям экономики Правительства США» (the U.S. Government's Standard Industrial Classification — SIC). Данное руководство содержит перечень кодов SIC и их определения. (Код SIC — это статистический стандарт отраслевой классификации, лежащий в основе всей нормативной базы федеральной экономической статистики). Последнее издание руководства, опубликованное в 1987 году, было дополнено и исправлено с учетом изменений в области технологии и законодательства, в частности, с учетом отмены государственного регулирования в банковской сфере, в отраслях связи и транспорта, а также с учетом гигантского роста сферы услуг.

С целью повышения уровня сопоставимости статистической информации в сфере бизнеса по всей территории Северной Америки правительствами Соединенных Штатов, Канады и Мексики была совместно разработана новая система классификации. Данная система, получившая название «Североамериканская система классификации» (North American Classification System — NAICS), заменит систему кодов SIC. Официальное руководство по системе NAICS было опубликовано в августе 1998 года. NAICS дает расширенную классификацию новых и развивающихся отраслей, сферы обслуживания и отраслей, связанных с производством продукции по передовым технологиям. Соединенные Штаты начали внедрение системы NAICS в 1997 году по результатам экономической переписи, проводившейся Бюро переписей Министерства торговли США. С начала 1999 года вся информация по географическим регионам и отраслям промышленности будет публиковаться только на основе системы NAICS.

ИСТОЧНИКИ

Следующим шагом после определения соответствующего отраслевого кода оцениваемой компании должно быть составление списка открытых компаний, имеющих в системе классификации тот же отраслевой код. Существует ряд печатных изданий, публикующих списки компаний по отраслевым кодам (*Справочник SEC, Реестр компании Standard & Poor's, Данные по компаниям Standard & Poor's и справочники агентства Moody's*), но гораздо более эффективным и экономичным способом сбора данных является поиск информации в электронных источниках. Существует большое количество баз данных, содержащих списки открытых компаний по отрасле

вым кодам. Большинство из них доступны в режиме «он-лайн» или предлагаются в формате CD-ROM. Здесь мы приведем несколько наиболее распространенных источников такой информации:

CD-ROM:

Компакт-диск Compact D SEC компании Disclosure, Inc.

База данных Dialog компании Standard & Poor's

Компакт-диск Moody's Corporate Profiles/Company Data

В режиме «он-лайн»:

Company Intelligence

Media General Plus

Standard & Poor's Corporation Records (через Dialog и CompuServe)

Moody's Corporate Profiles (через Dialog)

В настоящее время вся информация, содержащаяся в данных источниках, по-прежнему основана на системе кодов SIC. Поскольку неясно, когда произойдет повсеместный переход на систему NAICS, пользователям какое-то время придется производить поиск информации с использованием кодов обеих систем.

После получения достаточно полного списка открытых компаний, относящихся к той же или к смежной с оцениваемой компанией классификационной категории, следующим шагом будет составление списка компаний, являющихся сопоставимыми с объектом оценки по определенным критериям.

Критерии отбора

Некоторые открытые компании могут быть исключены из Вашего списка на достаточно раннем этапе работы с учетом различий в направлении экономической деятельности, показателях финансового состояния, или же из-за того, что их акции активно продаются и покупаются на фондовом рынке, и т.д. По завершении предварительного отбора оценщик должен приступить к определению критериев, которыми он будет руководствоваться при составлении окончательного списка. Чем длиннее список потенциальных контрольных компаний, тем более строгими должны быть эти критерии, но в то же время окончательный список должен быть достаточно объемным. В идеале, деятельность всех контрольных компаний должна относиться к той же самой отрасли и на 100 процентов соответствовать деятельности оцениваемой компании. Однако составить такой список удастся нечасто, так как многие открытые компании имеют достаточно диверсифицированный бизнес. На данной стадии лучше не устанавливать слишком строгих критериев, поскольку любые компании, в отношении которых возникают какие-либо со-

мнения, могут быть вычеркнуты из списка позднее.

На следующем этапе, основываясь на предварительном отборе информации из нескольких общедоступных печатных и других источников, аналитик должен сузить список, оставив в нем некоторое количество перспективных с точки зрения дальнейшего анализа компаний, т.е. компаний, которые можно считать достаточно сопоставимыми с объектом оценки и которые могут служить некоторым ориентиром в процессе оценки.

Следующим шагом будет сбор информации о каждой из таких компаний. Информацию можно получить, направив в компанию обычной или электронной почтой запрос о предоставлении финансовой отчетности, или связавшись с ней по телефону. Другим источником необходимых сведений являются данные Комиссии по ценным бумагам (SEC).

После получения и анализа всей информации аналитик должен решить, какие компании должны быть включены в контрольную группу в данном конкретном случае. Это непростое решение, и оно должно иметь под собой объективную основу. Если компания исключается из списка, должны быть веские основания считать ее менее сопоставимой с объектом оценки, чем другие компании в списке. В любом случае аналитик должен проявлять бдительность и избегать пристрастного отношения в процессе отбора, так как это может привести к необоснованному завышению или занижению результатов оценки.

Конкретные критерии отбора контрольных открытых компаний могут различаться в зависимости от фактов и обстоятельств в каждом отдельном случае. Некоторые из наиболее общих критериев отбора мы приводим ниже:

- Продукция или услуги (которые также входят в номенклатуру продукции оцениваемой компании)
- Масштаб деятельности
- Темпы экономического роста/показатели доходов
- Рынки
- Структура капитала
- Географическая диверсификация
- Поставщики
- Уровень развития
- Характер конкуренции
- Выплата дивидендов

Несмотря на то, что данный список является достаточно полным, необходимо особо подчеркнуть, что в каждом конкретном случае оценки данный перечень факторов должен разрабатываться индивидуально, в зависимости от характера конкретной отрасли.

Имейте в виду, что зачастую первоначальный список не настолько не-

лик, чтобы в процессе составления окончательного списка имело смысл использовать чрезмерно строгие критерии отбора — иначе в нем может не остаться ни одной контрольной компании для сопоставления.

В то же время во многих случаях объект оценки обладает настолько специфическими характеристиками, что отбор группы сопоставимых компаний представляется довольно сложной задачей. В таких случаях аналитик может выбрать несколько компаний, которые дадут представление о применимых рыночных коэффициентах, но проводить прямое сопоставление только с одной или несколькими компаниями, в большей степени сопоставимыми с объектом оценки, чем прочие отобранные компании. В таких случаях оценщик может свести воедино данные по всей группе в таблицу, но при этом придать больший вес данным тех компаний, которые он определил как наиболее подходящие для сопоставления.

Однако в некоторых случаях оцениваемая компания является настолько уникальной и единственной в своем роде, что даже в результате исчерпывающего поиска оценщику не удастся найти компаний, на базе которых можно было бы производить сопоставление. Тем не менее, если оценка производится в целях расчета федерального налога на дарение или передачу имущества по наследству, оценщик может руководствоваться Постановлением 59-60 Налогового управления США, в соответствии с которым для сопоставления могут быть использованы компании, занимающиеся как идентичным, так и аналогичным видом деятельности. Эта оговорка предоставляет оценщику определенную свободу действий при отборе компаний из родственных отраслей, т.е. если оценщик сталкивается с невозможностью подобрать контрольные компании в пределах отраслевой группы, к которой относится объект оценки, он в разумных пределах может руководствоваться своим собственным суждением.

Сбор данных

После составления списка сопоставимых открытых компаний следующим шагом будет сбор рыночной информации и данных об основных показателях их деятельности для дальнейшего использования в процессе оценки. Такие данные можно найти в финансовой отчетности открытых компаний.

Годовые и квартальные отчеты можно получить непосредственно из компании — как правило, бесплатно. Однако некоторые фирмы, по ряду причин, могут отказать в предоставлении такой информации или, по меньшей мере, не захотят утруждать себя ее пересылкой. Тем не менее, если компания обязана представлять годовые и квартальные отчеты в Комиссию по ценным бумагам по формам 10-K и 10-Q (соответственно), то копии ее отчетов можно заказать в компании Disclosure Inc. или получить из базы EDGAR (Electronic Data Gathering Analysis and Retrieval — Анализ и поиск электронных данных). База данных EDGAR, размещенная на Интернет-сай-

те Комиссии по ценным бумагам (SEC), включает в себя данные за последние 2 года, составленные на базе отчетов открытых компаний. Комиссия по ценным бумагам предоставляет бесплатный доступ к этой базе данных. Кроме того, ряд компаний, занимающихся доработкой данных EDGAR и расширением предоставляемых ею возможностей, предлагает такие данные и в режиме «он-лайн» за отдельную плату.

Если оценщик принял решение проводить анализ оцениваемой компании на основе ее показателей за последние пять лет, желательно получить данные за этот период по каждой из контрольных компаний. Большинство компаний приводят сводные показатели за пятилетний срок в своих годовых отчетах. К сожалению, эти сводные данные не включают в себя дополнительную информацию, которая может потребоваться для корректировки показателей. В отчетах также нередко отсутствует информация о затратах на выплату процентов, начисленном износе и т.д. Кроме того, для компаний, в обязательном порядке представляющих документы в Комиссию по ценным бумагам, рекомендуется получить формы 10-K по крайней мере за последний год. В этих формах содержатся более подробные сведения о деятельности компании, чем в годовых отчетах, предназначенных для акционеров. В ряде случаев полезную дополнительную информацию, например, данные о заработной плате руководящих сотрудников, могут содержать извещения для акционеров, представляемые им с целью получения доверенности на голосование².

Рыночные цены на сопоставимые компании могут быть получены из многочисленных публикуемых источников. Ниже мы приводим некоторые из них:

Печатные издания

The Wall Street Journal

Справочник Standard & Poor's Stock Guide (цены на акции за прошлые периоды)

В режиме «он-лайн»:

Интерактивное издание The Wall Street Journal

CBS Market Watch (www.cbs.marketwatch.com)

Yahoo! Financial (www.quote.yahoo.com)

Stock Master (www.stockmaster.com)

Big Charts (www.bigcharts.com) — данные за текущий и прошлые периоды

² proxy statement - документ для голосования по доверенности, направляемый в соответствии с правилами Комиссии по ценным бумагам и биржам владельцам акций с целью предоставления им информации о предстоящем общем собрании и получения их голосов за или против той или иной резолюции — *Прим. переводчиков*

CompuServe's Mquote — данные за текущий и прошлые периоды

Различные рыночные коэффициенты, которые можно рассчитать

Инвестор, вкладывающий средства в обыкновенные акции какой-либо компании, заинтересован в будущей финансовой выгоде от распределения доходов, продажи активов и/или, в конечном итоге, от продажи акций. Поэтому для определения цены, которую он будет готов за платить за эти акции, инвестор проводит анализ доходов, денежного потока, выручки, дивидендов, балансовой стоимости и, иногда, других базовых показателей компании, поскольку именно перечисленные источники, в конечном счете, обеспечивают ему финансовую выгоду. Некоторые из этих базовых показателей более значимы, чем другие, в зависимости от типа компании и отрасли. Таким образом, часть работы оценщика состоит в том, чтобы определить, какие показатели компании наиболее важны для анализа в каждом конкретном случае проведения оценки.

Для группы контрольных открытых компаний оценщик рассчитывает ряд рыночных коэффициентов, таких как отношение цены к доходам ($\text{price/earnings} = P/E$), цены к денежному потоку ($\text{price/cash flow} = P/CF$), цены к выручке ($\text{price/revenues} = P/R$), размера дивидендов к цене (dividends/price) — дивидендный доход (dividend yield), а также отношение цены к балансовой стоимости активов ($\text{price/book value} = P/BV$). Под ценой подразумевается рыночная цена акций компании, находящихся в свободной продаже на дату проведения оценки. Каждый из рыночных коэффициентов дает четкое представление о стоимости акций на открытом рынке, или, пользуясь специальной терминологией инвесторов, о рыночной капитализации фундаментальных показателей компании.

Оценщик также рассчитывает ряд показателей эффективности предприятия как для открытых акционерных компаний, так и для компании — объекта оценки, такие как темпы роста, изменчивость показателей и рентабельность. В основе расчета этих показателей деятельности лежат такие основополагающие данные, как доходы, денежный поток, выручка и балансовая стоимость. В дальнейшем оценщик сможет проанализировать влияние этих показателей деятельности на рыночные коэффициенты, и на основании такого анализа выбрать нужные соотношения для объекта оценки.

Отношение рыночной цены к доходам (P/E ratio) представляет собой величину, обратную ставке капитализации ($\text{capitalization rate}$). Ставка капитализации используется для преобразования (или капитализации) объявленного или прогнозируемого дохода за определенный период в обоснованную (рыночную) стоимость компании. Ставка капитализации равняется ставке дисконтирования (d) минус темп роста (g), где темп роста представляет собой долгосрочный устойчивый уровень роста. Соответствующее уравне-

ние выглядит так:

$$\text{Цена/Доходы} = 1/(d-g)$$

При прочих равных условиях, чем выше ожидаемый темп роста (g), тем больше величина отношения рыночной цены к доходам (P/E ratio). Также при прочих равных условиях, чем ниже инвестиционный риск, тем выше ставка дисконтирования, и больше величина отношения P/E .

Хотя анализ цен на фондовом рынке представляется весьма сложным делом и не было найдено ни одного показателя эффективности работы компаний, для которого можно было бы установить наличие корреляционной связи с конкретным рыночным коэффициентом, очевидно, что результаты деятельности компании в прошлом и прогнозы на будущее могут оказывать влияние на цену, которую инвестор мог бы заплатить за акции этой компании, поскольку эти данные являются индикатором тех финансовых выгод, которые инвестор сможет получить в результате капиталовложения. Инвесторы, как правило, присваивают более высокие рыночные показатели тем компаниям, темпы роста которых выше, а риски ниже, в частности, если инвесторы полагают, что высокие показатели деятельности сохранятся, принося (инвесторам) значительную финансовую выгоду в виде дивидендов и/или увеличения стоимости капитала. Цена акции зависит не только от величины ожидаемой финансовой выгоды, но также от того, насколько реально получение такой выгоды в действительности. Это связано с риском, сопутствующим капиталовложениям. В целом, чем более рискованным является капиталовложение (иными словами, чем ощутимее неопределенность в отношении реального получения финансовой выгоды в будущем), тем выше удовлетворяющая инвестора ставка дохода и, следовательно, ниже цена, которую он готов уплатить за акции. Риск может быть измерен несколькими способами. Как правило, различают три вида рисков: риск, присущий самому бизнесу (деловой, предпринимательский риск), финансовый риск и риск ликвидности. Оценщики обычно учитывают риск ликвидности при определении размера скидки с цены компании, учитывающую возможность ее продажи, а риск, присущий бизнесу, и финансовый риск оценивают посредством выбора рыночных коэффициентов, применяемых при оценке рассматриваемой компании.

Анализ роста компаний проводят путем изучения прошлых показателей роста и прогнозируемых показателей на будущее (по оценке аналитиков фондового рынка), сопоставляя их с соответствующими показателями оцениваемой компании.

Такие рыночные коэффициенты (при необходимости скорректированные с учетом особенностей оцениваемой компании) могут быть впоследствии применены к основным показателям оцениваемой компании, таким как доходы, денежный поток и т.д., для определения цены, по которой могла бы

быть продана оцениваемая компания при продаже на открытом рынке.

Отношение цены к доходам (Price/Earnings Ratio)

Данный показатель является одним из наиболее широко используемых и общепризнанных рыночных коэффициентов. Он наиболее применим, когда величина чистого дохода компании значительно превышает издержки, не подлежащие оплате наличными, такие как амортизация и износ. Расчеты могут производиться на базе доходов до или после уплаты налогов. Если ставки налогообложения временно отличаются от нормы, желательно большее внимание уделить показателю доходов до уплаты налогов.

Отношение цены к денежному потоку (Price/Cash Flow Ratio)

Этот рыночный показатель наиболее важен для компаний, в которых величина издержек, не подлежащих оплате наличными (таких как амортизация и износ), является достаточно высокой относительно размера чистого дохода. Вследствие этого данный показатель чаще применяется при оценке промышленных предприятий, а также других компаний, имеющих большой объем активов. Денежный поток обычно определяется как чистый доход плюс амортизация и износ.

Отношение цены к выручке (Price/Revenues Ratio)

Этот рыночный коэффициент преимущественно используется при оценке компаний, занятых в сфере обслуживания, и других компаний, имеющих не большой объем активов; при этом объект оценки, как правило, должен быть сопоставим с контрольными компаниями по уровню операционных издержек. Страховые агентства, агентства по подбору персонала и прочие компании сферы обслуживания часто оценивают, исходя из объема их выручки, поскольку считается, что объем выручки определяет уровень доходов. Оценщик должен проанализировать маржу прибыли контрольных компаний, чтобы определить требуемое отношение цены к выручке для рассматриваемой компании. В целом, чем выше прибыль на получаемую выручку (отношение доходов к выручке), тем выше отношение цены к выручке. В качестве вспомогательного средства при проведении анализа оценщик может воспользоваться методом регрессионного анализа.

Отношение размера дивидендов к цене (Dividends/Price Ratio)

Это соотношение называют дивидендным доходом. Данный показатель в особенности применим к оценке миноритарных пакетов акций в тех случаях, когда рассматриваемая компания регулярно выплачивает дивиденды. Поскольку большинство закрытых компаний не практикует выплату высоких дивидендов, что связано с двойным налогообложением дивидендов, зачас-

тую этот метод бывает применить трудно. Кроме того, в зависимости от отрасли, некоторые контрольные компании также не производят выплат в виде высоких дивидендов, и в таком случае цена их акций от дивидендного дохода не зависит. Акции коммунальных предприятий, управляющих компаниями товариществ с ограниченной ответственностью³, ипотечных инвестиционных трастов и других компаний, направляющих значительную часть доходов на выплату дивидендов, как правило, оцениваются, исходя из размера соответствующих дивидендов. Однако цены большинства обыкновенных акций определяются ожидаемым приростом стоимости капитала, и в таких случаях размер дивидендного дохода мало интересует инвесторов.

При использовании рассматриваемого подхода оценщик должен проанализировать сходства в коэффициентах выплаты дивидендов (отношение размера дивидендов к доходам) для компаний контрольной группы и оцениваемой компании, что необходимо для определения размера дивидендного дохода для объекта оценки. Компании с невысокими коэффициентами выплаты обычно имеют низкий показатель дивидендного дохода, поскольку инвесторы этих компаний рассчитывают, что большая часть их доходов (которые они получают в виде дивидендов и прироста стоимости капитала), будет получена за счет увеличения стоимости капитала, так как компания составляет большую часть своей прибыли нераспределенной в целях развития. Соответственно, компании с постоянно высокими коэффициентами выплаты, в целом, обеспечивают более высокий дивидендный доход, так как в этих инвесторы получают большую часть своей прибыли за счет дивидендного дохода.

Во многих случаях оцениваемая компания вообще не выплачивает дивидендов. Однако, если компания в потенциале имеет возможность их выплачивать параллельно с финансированием развития и текущей деятельностью, оценщик может произвести капитализацию возможного объема выплат дивидендов оцениваемой компанией (в отличие от фактической выплаты дивидендов). Этот метод может оказаться неподходящим при оценке миноритарного пакета акций, поскольку его владелец не имеет возможности влиять на политику компании в отношении выплаты дивидендов.

Отношение цены к балансовой стоимости активов (Price/Book Value Ratio)

Данный рыночный коэффициент наиболее применим для компаний, имеющих значительный объем активов, а также для компаний, имеющих более высокую долю оборотных средств и текущих обязательств в общей структуре активов и пассивов. К ним относятся компании банковской и страховой сферы, а также фирмы, работающие с ценными бумагами. В этих сферах де-

³ Котируемая на бирже компания, включающая несколько частных товариществ с ограниченной ответственностью — Прим. переводчиков

тельности балансовая стоимость активов часто приближается к их рыночной стоимости. Данный коэффициент также успешно применим, если оцениваемая компания относится к отрасли, для которой характерно наличие тесной взаимосвязи между балансовой стоимостью активов и доходами, которые, как правило, определяются рентабельностью активов. Как и при анализе показателей отношения цены к выручке и прибыли к выручке, анализ показателя рентабельности активов контрольных компаний (отношение доходов к балансовой стоимости) бывает полезен при определении коэффициента, который может быть применен для оцениваемой компании. В целом, чем выше рентабельность активов, тем выше отношение цены к балансовой стоимости. Для определения оптимального отношения цены к балансовой стоимости для оцениваемой компании оценщик может также использовать регрессионный анализ.

Другие рыночные показатели

Существует много других рыночных показателей, которые могут быть использованы в определенных ситуациях. По выбору оценщика может быть применен показатель отношения цены к операционному доходу компании, если прочие составляющие дохода оцениваемой компании имеют значительные отклонения от признанной нормы. В некоторых отраслях более важную роль играют другие рыночные коэффициенты. Так, в компаниях кабельного телевидения для анализа применяется расчет цены на одного абонента (price-per-subscriber), при этом цена определяется на базе рыночной стоимости процентного долга и собственного капитала. В сфере гостиничного бизнеса и при анализе больничных учреждений иногда можно встретить расчет цены по количеству мест или больничных коек. В приведенных выше примерах абоненты кабельного телевидения и места в гостинице или больнице рассматриваются как источники дохода, таким образом эти методы сходны с методами, в которых используется отношение цены к выручке.

Показатели инвестированного капитала

Существуют два способа определения стоимости собственного капитала компании. Вы можете произвести прямую оценку стоимости капитала или оценку инвестированного капитала (долг, на который начисляются проценты + стоимость капитала) и, для получения чистой стоимости основного капитала, вычесть процентный долг оцениваемой компании. Если расчеты верны, в результате применения обоих методов должна быть получена одна и та же величина стоимости капитала. Метод инвестированного капитала часто применяется при проведении контрольной оценки компаний со значительным объемом заимствованных средств. Тем не менее, оба метода применимы и в большинстве других случаев.

При использовании метода инвестированного капитала рыночные коэффициенты рассчитываются следующим образом: рыночная стоимость всего

инвестированного капитала компании ставится в числитель дроби, а доходы, денежный поток или другие переменные величины, имеющиеся в распоряжении владельцев инвестированного капитала, помещаются в знаменатель. Рыночная стоимость инвестированного капитала равняется рыночной стоимости процентного долга плюс рыночная стоимость привилегированных и обыкновенных акций. Показатели доходов и денежного потока приводятся к базе инвестированного капитала посредством добавления затрат на выплату процентов (в случае, если рассматриваются показатели после уплаты налогов, то прибавляемая сумма затрат не должна включать размер налога на эту сумму) (Подробное описание метода инвестированного капитала выходит за рамки обсуждения в данной главе)

Определение базы доходов

Важнейшим принципом, которым необходимо руководствоваться при выборе базы доходов для расчетов, является определение того наиболее показательного уровня доходов, которого, в соответствии с обоснованными прогнозами, компания сможет достичь в будущем. Данное требование будет нами учитываться в данном разделе в ходе рассмотрения нескольких альтернативных вариантов базы доходов, которые наиболее часто используются при оценке компаний. Количественная оценка базы доходов требует принятия решения о необходимости корректировки отчетных показателей доходов компании, а также выбора промежутка времени, за который необходимо использовать такие данные. Имейте в виду, что хотя приведенные далее рассуждения посвящены вопросу определения величины доходов, определяемой как объем чистого дохода, они в равной мере применимы к другим выбранным Вами основным показателям деятельности компании (таким как объем денежного потока, доход до уплаты налогов, доходы до выплаты процентов и налогов и т.д.).

Корректировка

Зачастую для более точного определения показателей текущей и ожидаемой в будущем прибыльности компании возникает необходимость в корректировке данных о доходах за прошлые периоды. В таких случаях при внесении поправок, как правило, учитываются неперiodические (разовые) и непредвиденные расходы, прекращение операций в какой-либо области, приобретение других компаний, а также некоторые дискреционные расходы, такие как выплаты владельцу. Целью таких действий является корректировка данных о доходах компании для устранения негативного влияния некоторых данных за прошлые периоды на показатели текущей и прогнозируемой доходности. Как правило, аналогичные корректировки вносятся также в данные о доходах контрольных открытых компаний. Вносимые поправки должны рассматриваться с точки зрения их влияния на результаты оценки. В не-

которых случаях, если их величина незначительна и не оказывает существенного влияния на результаты оценки, такими поправками вполне можно пренебречь.

Другая категория поправок включает корректировку, необходимую для приведения уровня доходов оцениваемой и контрольных компаний к единой сопоставимой базе. В данном контексте различия в базе показателей доходов, как правило, являются результатом применения различных методов бухгалтерского учета. Возможность внесения исправления такого рода часто ограничена отсутствием достаточной информации по контрольным компаниям.

Кроме того, в некоторых ситуациях для целей проводимой оценки имеет смысл разделить не операционные доходы компании от операционных. В финансовой отчетности среди не операционных доходов наиболее часто встречается доход от инвестиционной деятельности.

НЕПРЕДВИДЕННЫЕ РАСХОДЫ И ДОХОДЫ

Корректировка непредвиденных расходов и доходов включает корректировку всех статей доходов или издержек, отраженных в отчете о доходах компании, которые по своему характеру являются необычными или разовыми. В Заключении № 30 Управления по нормам ведения бухгалтерского учета (Accounting Principles Board — APB), принятом в 1973 году, этих двум требованиям дается следующее определение.

Необычные доходы и издержки. Обстоятельства, операции или сделки, повлекшие за собой возникновение таких доходов или издержек, должны являться в высшей степени нетипичными и определенно не иметь никакого отношения к повседневной, обычной деятельности предприятия, или же иметь к ней только косвенное отношение, с учетом условий, в которых работает данное предприятие.

Разовые доходы и издержки. Обстоятельства, операции или сделки, повлекшие за собой возникновение таких доходов или издержек, должны относиться к категории событий, в отношении которых нет оснований предполагать их наступления в ожидаемом будущем, с учетом условий, в которых работает данное предприятие.

Если какая-либо статья доходов или издержек отвечает данным определениям и не является при этом показательной в отношении способности компании приносить доходы в настоящем и будущем, ее следует исключить из базы доходов компании.

Многие статьи доходов или расходов не отвечают строгому определению непредвиденных доходов и издержек, предусмотримых нормами бухгалтерского учета. Тем не менее, для целей проводимой оценки, такие статьи

следует отнести к неперiodическим. Вот некоторые примеры неперiodических расходов и доходов.

1. Прибыль или убыток от продажи активов (включая сегменты бизнеса), которые не являются обычной частью текущей (постоянной) деятельности компании.
2. Суммы, выплачиваемые страховыми компаниями по полису страхования жизни какого-либо ключевого сотрудника, или страховое возмещение ущерба, нанесенного имуществу или понесенного в результате непредвиденных событий.
3. Суммы поступлений от выплаты компенсации, присужденной судебными органами, а также судебные издержки, понесенные в ходе судебных процессов, которые превышают обычный уровень для данного типа деятельности. (В некоторых областях деятельности судебные разбирательства являются нормальным, практически повседневным явлением, вследствие чего судебные издержки в определенном объеме не могут рассматриваться в качестве неперiodических).
4. Убытки из-за продолжительных забастовок, которые оказывают существенное влияние на деятельность компании.
5. Издержки, понесенные в результате реорганизации деятельности компании.

Что касается перечисленных непредвиденных обстоятельств, то всегда существует вероятность их повторного возникновения, поэтому оценщик должен внимательно проанализировать все вносимые поправки, определить вероятность повторения соответствующего события, и решить, какие из них в конечном итоге необходимо внести в показатели доходов оцениваемой и контрольных компаний и каким образом это должно быть осуществлено.

ПРЕКРАЩЕНИЕ ОПЕРАЦИЙ

Прекращение деятельности компании в каком-либо сегменте бизнеса означает, что в будущем компания не будет получать прибыль от данного сегмента или цести относящиеся к нему издержки. Для определения необходимости внесения корректировки нужно проанализировать влияние, которое окажет прекращение данного вида деятельности. При этом важно проанализировать вклад данного сегмента бизнеса в доходы (или убытки) в прошлом, а также сумму, которая может быть выручена от его продажи или ликвидации. В случае продажи прибыльного подразделения компании это подразделение уже не будет приносить компании доходы. Однако при этом весьма вероятно, что вырученная от продажи сумма будет reinvestирована в бизнес и таким образом начнет приносить прибыль в будущем. Следовательно, если Вы исключите из анализа доход от прекращенной деятельности, не приняв при

этом в расчет доход или прибыль от инвестирования средств, полученных от продажи прекративших работу подразделений, Вы можете недооценить потенциальный доход компании. Если деятельность была прекращена в силу ее убыточности, выручка от реализации данного сегмента бизнеса будет весьма незначительной, но при этом, возможно, следует произвести корректировку убытков за прошлые периоды, поскольку в будущем их величина должна измениться.

ПРИБРЕТЕНИЕ КОМПАНИЙ

Если оцениваемая компания недавно приобрела производственную линию, подразделение какой-либо фирмы или компанию целиком, база оценки на основе ее прошлых доходов не будет включать результаты, которые будут получены от новых видов деятельности. В этом случае, возможно, следует произвести корректировку показателей доходов за прошлые периоды с учетом приобретенного сегмента бизнеса. Однако, открытые компании также могут приобретать новые сегменты бизнеса, а зачастую данные по контрольным компаниям имеются только за последние один — два года, что не позволяет произвести соответствующую корректировку их показателей.

С точки зрения сопоставимости желательно вносить корректировку в данные рассматриваемой и контрольных компаний на единой основе. Кроме того, если Вы решили внести поправки с учетом сделанных приобретений, важно проследить, чтобы параллельно были скорректированы издержки, связанные с этими приобретениями (выпуск в обращение дополнительных акций, увеличение долга и, как следствие, увеличение затрат на выплату процентов; или же уменьшение объема инвестируемых средств и, как следствие, уменьшение дохода от инвестиций). Иными словами, Вы не можете просто увеличить сумму доходов с учетом приобретения, не отразив увеличения процентных выплат, уменьшения процентного дохода или выпуска в обращение дополнительных акций. Вы должны максимально использовать имеющиеся в наличии данные. Однако зачастую информация об открытых компаниях настолько ограничена, что необходимая корректировка в полном объеме вызывает большие затруднения.

ДИСКРЕЦИОННЫЕ РАСХОДЫ

В закрытых компаниях выплаты владельцам нередко производятся в соответствии с личными потребностями владельца, а не в соответствии с рыночной стоимостью оказанных им услуг. Величина, на которую следует скорректировать базу доходов компании, зависит от цели оценки.

В некоторых случаях при проведении оценки контрольного пакета акций требуется скорректировать сумму избыточного заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу, поскольку контрольный пакет, в отличие от миноритарного, дает право изменять политику выплат в компании. Доля участия в акционерном капитале, меньшая контрольного пакета акций, не дает,

как правило, такого права. В результате при оценке миноритарного пакета акций оценщик обычно не вносит исправлений с учетом избыточных выплат. Трудности возникают, когда у компании, в соответствии с отчетностью, доходы до проведения такой корректировки отсутствуют. Без должной корректировки стоимость миноритарного пакета окажется нулевой, и поскольку это может не соответствовать действительности, Вам потребуется провести оценку компании на основе стоимости контрольного пакета с учетом необходимых поправок, а затем, для получения стоимости миноритарного пакета акций, уменьшить полученный показатель стоимости на величину скидки с учетом отсутствия права контроля и недостаточной ликвидности акций.

В контексте доходов отличие в подходе к оценке миноритарного и контрольного пакетов акций в части внесения поправок возникает, как правило, на этапе корректировки других показателей, а не избыточных выплат. В целом, при оценке миноритарного пакета акций, если рассматриваемая доля не дает права вносить изменений в порядок принятия решений относительно соответствующих расходов или доходов, корректировка суммы избыточных выплат не требуется. В некоторых случаях при оценке контрольного пакета их также нет необходимости корректировать, если компания сохранит имеющиеся в настоящий момент правила выплаты заработка владельцу и в будущем. Такие корректировки не производят и для открытых компаний, поскольку политика выплат, даже если это весьма щедрые выплаты, как правило, сохраняется в них неизменной, а текущие биржевые цены на акции отражают имеющийся на текущий момент уровень выплат.

МЕТОДЫ УЧЕТА ТОВАРНО-МАТЕРИАЛЬНЫХ ЗАПАСОВ

При корректировке данных оцениваемой и контрольных компаний с целью приведения показателей их доходов к единой базе чаще всего корректируются показатели товарно-материальных запасов с учетом различных методов их учета. Метод учета FIFO, или учет по принципу «первая партия в приход — первая партия в расход» предполагает (для целей бухучета), что приобретенная первой единица определенной категории товарно-материальных ценностей поступает в продажу в первую очередь. Метод LIFO («последняя партия в приход — первая партия в расход») предполагает, что в первую очередь в продажу поступает приобретенная последней единица конкретной категории товарно-материальных ценностей. Различия между методами учета FIFO и LIFO проявляются в уровне запасов на конец учётного периода, отражаемом в балансовом отчете. Эти различия влияют и на себестоимость реализованной продукции, и на величину доходов.

Если имеющиеся различия достаточно велики и влияют на оценку, все показатели доходов и балансовой стоимости как контрольных, так и оцениваемой компании должны быть оценены на основе одного метода учета запасов. Величина этих различий достаточно важна. Так, в 1990-х годах, когда обстановка характеризовалась невысокими темпами инфляции, показа-

тели учета товарно-материальных запасов требовали минимальной корректировки, особенно в отношении показателя доходов. Однако если требуются значительные исправления, и если контрольные компании и объект оценки не пользуются одним методом учета, оценщик должен скорректировать показатели доходов и балансовую стоимость в соответствии с одним методом, пользуясь информацией, содержащейся в финансовой отчетности.

Необходимо отметить, что в большинстве случаев, требующих корректировки отчетности компаний, ведущих учет по методу FIFO, информацию, необходимую для пересчета показателей в соответствии с методом LIFO, получить непросто. Если компания, работающая по методу LIFO, проводила аудит своей отчетности, то данные такой проверки содержат информацию, необходимую для пересчета показателя доходов и балансовой стоимости активов в соответствии с методом FIFO. Если аудит отчетности рассматриваемой компании не проводился, информацию, необходимую оценщику для пересчета показателей на базе метода FIFO, должен предоставить бухгалтер компании. Поэтому, при необходимости корректировки показателей запасов товарно-материальных ценностей одной или нескольких контрольных компаний, в случае отсутствия достаточной информации для пересчета стоимости запасов на базе LIFO, оценщику следует корректировать данные компаний, использующих метод LIFO, приводя их в соответствие с методом FIFO, а не наоборот.

ПРОЧАЯ КОРРЕКТИРОВКА

Иногда для целей сопоставительного анализа требуются и другая корректировка, в т.ч. учитывающая использование различных методов начисления износа, способов учета поступлений и издержек, а также использование капитализированной аренды в отличие от списания арендных платежей в расход.

Промежуток времени, подлежащий анализу

Чаще всего в анализ включается показатель текущих доходов, ряд усредненных данных о доходах за прошлые периоды (как взвешенных, так и нет), а также прогнозируемый объем доходов на будущий год. Для определения подходящего временного периода оценщик должен проанализировать рост и цикличность показателей доходов за прошлые периоды, а также соответствующие показатели в отрасли, к которой относится оцениваемая компания. Для выбора подходящего временного промежутка при определении базы доходов компании не существует обобщенных правил, т.е. при принятии такого решения следует анализировать факты и обстоятельства в каждом конкретном случае.

В целом, для компании, работающей в циклической отрасли, наиболее подходящим для анализа промежутком времени является период, совпадаю-

щий по продолжительности с экономическим циклом отрасли. Как правило, рекомендуется проводить анализ на базе показателей за пять лет. Однако, если отрасль имеет более продолжительный экономический цикл, существует вероятность того, что исследуемый пятилетний промежуток может совпасть с периодом спада или роста в данной отрасли, и в таком случае этот временной интервал может быть недостаточно продолжительным, чтобы дать представление о долгосрочном потенциале доходности компании. Если же ограничиться анализом доходов компании за текущий период, это может привести к неточной оценке, поскольку текущий уровень доходов может являться пиковым или минимальным для данного цикла и таким образом он не будет отражать цикл деятельности компании в целом. Оценщик должен проявлять особую осторожность при выборе промежутка времени и рыночных показателей для анализа, если контрольные компании находятся в разных фазах цикла деловой активности. Например, если доходы оцениваемой компании за текущий период были невелики из-за спада в отрасли, а доходы контрольных компаний не подверглись еще такому снижению, то если при сопоставительном анализе положиться на коэффициент отношения рыночной цены к доходам (P/E), рассчитанный для контрольных компаний, это может привести к заниженной оценке рассматриваемой компании, поскольку цены на контрольные компании уже отражают ожидаемый спад, в то время как на их доходах этот спад еще не успел отразиться.

В целом, для компаний, демонстрирующих высокие темпы роста, которые по прогнозам должны сохраниться в обозримом будущем, наиболее подходящими для анализа доходов временными периодами являются текущий и ближайшие годы, или же для расчетов берутся усредненные данные о доходах, взвешенные относительно показателей текущего года. Аналогичное утверждение также справедливо для компаний, показатели которых характеризуются тенденцией к снижению. Это объясняется тем, что более высокий уровень доходов в прошлом, оказывающий влияние на усредненные показатели, может оказаться недостижимым в будущем.

На выбор подходящего временного периода могут также повлиять некоторые специфические для конкретной компании факторы. Например, если деятельность компании претерпела значительные изменения три года назад, а оценщик не внес соответствующую корректировку в показатели доходов за прошлые периоды в соответствии с произошедшими изменениями, тогда, возможно, правильнее будет проанализировать доходы только за те три года, на протяжении которых компания работала в условиях, идентичных текущим. Иногда бывает, что сведения о показателях работы небольших частных компаний за прошлые годы получить невозможно, вследствие чего оценщику приходится полагаться на данные о доходах за текущий период.

Несомненную пользу дает использование данных о прогнозируемых доходах. Это связано с тем, что цены на открытые компании, как правило, отражают существующие ожидания относительно прогнозируемой величины

доходов. Соответствующий показатель рассчитывается делением цены, определенной на дату оценки, на прогнозируемую величину доходов. Затем этот коэффициент используется для расчетов на основе прогнозируемых доходов рассматриваемой компании. Данные прогнозов относительно показателей доходов контрольных компаний могут быть получены из целого ряда источников, включая следующие:

Zach's Earnings Estimates (Данные фирмы Zach по оценке доходов компаний)

Отчеты об исследованиях, проводимых аналитиками брокерских фирм
Исследования в области инвестиций (Investment Survey) агентства Value Line

Справочник по акциям (Stock Guide) агентства Standard & Poor's

Поиск на сайте Yahoo! Financial (согласованные оценки доходов даются в разделе, посвященном биржевым котировкам акций)

First Call

CBS Market Watch

Открытые данные SEC «Disclosures Compact D SEC»

Некоторые из перечисленных источников (такие как Yahoo! и CBS Market Watch) предоставляют бесплатный доступ к данным через Интернет, но при этом предлагают *только* оценки текущих доходов. Оценки доходов на определенные даты в прошлом могут быть получены в печатном виде из таких источников, как Value Line, Справочник по акциям агентства Standard & Poor's, Disclosures Compact D SEC, а также First Call. Оценки доходов Zach's Earnings Estimates доступны через онлайн-службу CompuServe, а также предлагаются в печатном виде. Исследования в области инвестиций агентства Value Line доступны как через Интернет, так и на CD-ROM.

Выбор рыночного коэффициента

После того, как оценщик составил таблицы рыночных показателей и показателей деятельности контрольных компаний, проанализировал финансовые характеристики и характеристики текущей деятельности рассматриваемой компании и отрасли, в которой она работает, а также изучил экономические факторы, которые оказывают влияние на рассматриваемую компанию, ему следует оценить, как уровень риска и показатели роста рассматриваемой компании соотносятся с аналогичными характеристиками контрольной группы компаний, и выбрать подходящие рыночные коэффициенты для рассматриваемой компании. Это сопоставление проводится как на количественной, так и на качественной основе.

Количественный анализ

В рамках количественного анализа оценщику в первую очередь следует сравнить показатели деятельности объекта оценки и контрольных компаний. В целом, чем лучше (хуже) показатели деятельности рассматриваемой компании по сравнению с контрольной группой, тем выше (ниже) будут коэффициенты, которые Вы должны выбрать. Если не предвидится сохранения высоких показателей в будущем, более высокие коэффициенты использовать не следует.

При анализе данных за прошлые периоды необходимо помнить, что инвесторов в первую очередь интересуют будущие показатели, поэтому нам по возможности следует выделить из контрольной группы те компании, которые имеют наиболее близкие прогнозируемые показатели роста по отношению к рассматриваемой компании. Ниже приведены примеры типичного сопоставительного анализа, основанного исключительно на количественных данных, который используется для отбора рыночных показателей для рассматриваемой компании. При прочих равных условиях:

- Наличие данных, свидетельствующих о перспективе более высоких доходов, значительного увеличения объема денежного потока и выручки потребуют выбора более высоких коэффициентов.
- Наличие показателей, свидетельствующих о перспективе более высоких доходов, значительного увеличения объема денежного потока и выручки, который нельзя объяснить ростом компании, потребуют выбора более низких коэффициентов ввиду увеличения уровня предпринимательского и финансового риска, связанного с инвестициями в данную компанию.
- Наличие значительно более высокого уровня финансового риска, рассчитанного на основе соотношения между собственными и заёмными средствами, показателей обеспечения и ликвидности, обусловит выбор более низких коэффициентов.
- Наличие более высокого показателя рентабельности деятельности и более высокая рентабельность активов потребует выбора более высоких коэффициентов отношения цены к выручке и цены к балансовой стоимости соответственно.
- Меньшая величина компании, мерой которой в данном случае выступает рыночная стоимость капитала, обусловит выбор более низкого коэффициента.

Во многих случаях имеет смысл сконцентрировать внимание на тех контрольных компаниях, показатели деятельности которых имеют максимальное сходство с аналогичными показателями объекта оценки и использовать их рыночные коэффициенты для подтверждения выбора коэффициентов для

рассматриваемой компании.

Качественный анализ

Определение обоснованной рыночной стоимости требует проведения в ходе оценки анализа всех релевантных факторов. К качественным факторам относятся специфические характеристики рассматриваемой компании, которые обычно не учитываются в процессе количественного анализа вследствие их исключительности (то есть факторы, которые, как правило, не относятся к открытым акционерным компаниям), а также вследствие того, что они чаще всего не поддаются количественному измерению эмпирическими методами. Тем не менее, эти факторы должны быть тщательно проанализированы в процессе определения обоснованной рыночной стоимости оцениваемой компании. Качественные факторы могут быть учтены при выборе рыночных коэффициентов для рассматриваемой компании или при определении надбавок или скидок со стоимости, установленной в результате количественного анализа. При использовании рыночного подхода к анализу открытых компаний нас интересует оценка качественных различий между рассматриваемой компанией и компаниями контрольной группы. Ниже приведены некоторые качественные различия, которые часто выявляются в результате такого анализа.

Отрицательные качественные различия

- Зависимость от решений ключевого сотрудника/владельца (отсутствие развитой структуры управления)
- Зависимость от ключевого клиента или поставщика
- Недостаточная диверсификация продукции
- Отсутствие географической диверсификации
- Неблагоприятные договорные условия (например, обременительные условия договора с профсоюзом)
- Недостаточное внимание к обновлению и усовершенствованию продукции
- Отсутствие доступа к финансовым рынкам и рынкам капитала

Положительные качественные различия

- Преимущественное положение на рынке
- Преимущества с точки зрения диверсификации продукции
- Широкая географическая диверсификация
- Благоприятные договорные условия (например, наличие договора об эксклюзивной дистрибуции)
- Технологические инновации и усовершенствование выпускаемой

продукции.

Наличие этих качественных различий определяет отличия в структуре рисков рассматриваемой и контрольных компаний, которые должны найти отражение в выборе рыночного коэффициента для объекта оценки. Однако вследствие отсутствия эмпирических данных, с помощью которых можно было бы определить эти различия в количественном выражении, оценщику часто приходится полагаться только на свою субъективную оценку. Если некоторые из этих качественных факторов присущи определенным контрольным компаниям, Вы можете уделить большее внимание соответствующим коэффициентам этих компаний. Например, Вы можете найти контрольные компании, которые работают в том же географическом регионе, что и объект оценки. В таком случае отсутствие географической диверсификации не будет являться качественным фактором, вызывающим необходимость корректировки. Это характерно, например, для банковской сферы в некоторых регионах, где существует ряд небольших акционерных банков, работающих в пределах одного штата.

Составление заключения об оценке

После завершения вышеуказанного анализа, перед представлением окончательного заключения об оценке, все полученные результаты необходимо свести воедино.

Взвешивание результатов, полученных каждым из методов

Как правило, если компания является действующей и нет никаких указаний на возможность прекращения ее деятельности, то наибольший вес присваивается результатам, полученным с использованием методов, основанных на анализе доходов различного рода (доходов, денежного потока и выручки), которые определяют потенциальную рентабельность компании. Методы, основанные на анализе активов, например, анализ чистых активов, хотя и являются важными, не представляются достаточно показательными для определения стоимости, если только не предполагается ликвидация активов компании или если доходы компании не столь незначительны, чтобы вызывать сомнения в продолжении ее деятельности в будущем. Тем не менее, стоимость активов важна с точки зрения возможностей компании по получению потока доходов в будущем посредством размещения капитала, что означает, что данный показатель стоимости является релевантным для процесса оценки.

Если компания является холдинговой компанией (в отличие от фирмы-производителя), то для наилучшего отражения стоимости активов компании больший вес придают методам, основанным на анализе активов. Однако, поскольку инвесторы в первую очередь заинтересованы в получении дохо-

дов, в случае, если отсутствуют намерения по ликвидации или продаже активов компании, то даже при оценке холдинговых компаний инвесторы будут больше интересоваться доходами и денежными потоками, производимыми активами компании, чем их стоимостью. Кроме того, существует ряд отраслей, в которых цена при продаже компаний чаще всего определяется на основании стоимости их активов. Большая часть активов компаний, работающих в этих отраслях, как правило, состоит из ликвидных активов, таких как товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность. Примерами таких компаний являются оптовые дистрибьюторы и брокерские фирмы, занимающиеся ценными бумагами. С учетом этих обстоятельств, при их оценке методам, основанным на учете активов, будет придаваться больший вес, чем при оценке обычных компаний-производителей.

Если компания находится в процессе ликвидации, или же существует большая вероятность того, что она будет ликвидирована, значительное внимание следует уделить определению ее ликвидационной стоимости.

В ряде случаев различные методы оценки (с использованием отношения рыночной цены к доходам, цены к денежному потоку, цены к выручке и цены к балансовой стоимости активов) дают настолько схожие результаты, что вес, придаваемый результатам каждого метода, является несущественным фактором. Однако во многих других случаях применение различных методов оценки дает существенные различия в полученных показателях стоимости. В таких случаях оценщик должен тщательным образом оценить релевантность каждого примененного метода, в особенности тех, которые дают наиболее резко отличающиеся результаты оценки.

Одним из наиболее распространенных методов согласования различных показателей стоимости, полученных в результате применения разных методов оценки, является математическое взвешивание разных методов с использованием хотя и субъективной, но обоснованной оценки релевантности и, следовательно, весового процента, придаваемого каждому методу. Недостаток данного подхода заключается в том, что относительные весовые показатели, придаваемые каждому методу, зависят от суждения оценщика. В результате, если диапазон показателей стоимости, полученных в результате применения различных методов, достаточно велик, два оценщика могут дать два различных окончательных заключения о стоимости, основываясь на собственном суждении относительно релевантности каждого метода. Тем не менее, этот подход, вероятно, надежнее простого усреднения полученных показателей стоимости для составления заключения об оценке. Простое усреднение полученных показателей стоимости предполагает, что все методы имеют одинаковую релевантность. Очевидно, что если в результате применения одного метода показатель стоимости составляет 20 долл. за одну акцию, а в соответствии с другим методом эта стоимость составляет 5 долл. за акцию, один из этих методов неверен. Очевидно также, что ответ не обязательно составляет среднее арифметическое этих двух величин, и что это да-

же весьма маловероятно. Преимущество данного подхода заключается в том, что он требует от оценщика представлять свои выводы в количественном выражении. Он также прост и легок для понимания.

Для определения веса различных показателей оценки, полученных в результате применения различных методов, не существует никакой обязательной формулы. Соответствующий весовой показатель для конкретного метода определяют факты и обстоятельства в каждом отдельном случае. Кроме того, вес результатов различных методов устанавливается на конкретную дату проведения оценки, и в другой момент времени значимость различных методов для оценки той же самой компании может быть иной. Во многих случаях не следует присваивать какого-либо весового показателя некоторым оценкам в окончательном анализе, даже если соответствующие весовые показатели были рассчитаны в процессе предварительного анализа.

Заключение о рыночной стоимости миноритарных пакетов акций

После присвоения соответствующего весового значения различным методам оценки составляется заключение о стоимости. Крайне важно отметить, что до сих пор на основе рыночного подхода к оценке открытых акционерных компаний нами делались заключения о стоимости обыкновенных акций рассматриваемой компании на основе миноритарного пакета акций. Такая стоимость определялась, как если бы эти акции были предметом свободных и открытых торгов на открытом рынке. Оценщик при этом должен рассмотреть необходимость уменьшения определенной таким образом рыночной стоимости миноритарных пакетов акций на величину скидки за недостаточную ликвидность, или же увеличения этой стоимости с учетом предоставляемого пакетом акций права контроля. Необходимость применения таких скидок или надбавок зависит от задач оценки, размера оцениваемого пакета акций, распределения прав собственности на акции, ограничений в отношении передачи акций, а также от других факторов, рассмотрение которых выходит за рамки данной главы.

Скидка на недостаточную ликвидность

Поскольку очевидно, что инвесторы отдадут предпочтение ликвидным капиталовложениям, то капиталовложение, при прочих равных условиях, имеет тем большую ценность, чем большей ликвидностью оно обладает. Доли в закрытых компаниях обладают относительно более низкой ликвидностью по сравнению с большинством других видов инвестиций. Это особенно касается миноритарных пакетов акций тех закрытых компаний, которые не выплачивают дивиденды на свои обыкновенные акции. Держатель ценных бумаг, не приносящих дивиденды, полностью зависит от конечной продажи этих ценных бумаг для получения прибыли на свои капиталовложения.

Если целью оценки является определение стоимости акций рассматри-

ваемой компании на основе миноритарного пакета акций, то следует уменьшить стоимость, определенную в результате применения данного метода, на величину скидки с учетом недостаточной ликвидности соответствующей доли участия в акционерном капитале (Более подробное рассмотрение практики применения этой скидки выходит за рамки данной главы [4]). В целом, размер такой скидки составляет от 35 до 50 процентов общей стоимости акций, в зависимости от фактов и обстоятельств в каждом конкретном случае. В различных случаях размер данной скидки может быть больше или меньше. Некоторые из наиболее важных факторов, которые следует учесть при определении размера скидки, приведены ниже:

1. Наличие рынка сбыта для данных акций — (учитывается, например, выкуп компанией своих акций, план по включению сотрудников в число акционеров, индивидуальное приобретение акций, договора купли-продажи и т.д.).
2. Данные о выплате дивидендов в прошлом.
3. Ограничения в отношении передачи акций.

Надбавка (премия) за предоставляемое право контроля

При прочих равных условиях, контрольный пакет акций имеет большую ценность по сравнению с неконтрольным пакетом, поскольку контрольный пакет, как правило, предоставляет прерогативу принятия решений. Некоторые из наиболее распространенных исключительных прав по контролю деятельности компании приведены ниже:

1. Избрание директоров и назначение на руководящие посты.
2. Определение размера выплат и льгот руководящим работникам.
3. Определение политики и изменение направления деятельности компании.
4. Приобретение или ликвидация активов.
5. Определение партнеров по коммерческой деятельности и заключение контрактов.
6. Принятие решения о приобретениях.
7. Ликвидация, роспуск, продажа компании или изменение структуры капитала.
8. Продажа или выкуп акций компании.
9. Регистрация акций для публичного предложения.
10. Объявление и выплата всех дивидендов.
11. Внесение изменений в свидетельство о регистрации или устав корпорации.

Несмотря на то, что более подробное рассмотрение вопроса о размере премии за право контроля и ее необходимости выходит за рамки данной главы, мы приведем здесь несколько соображений. Если производится оценка акций, составляющих контрольный пакет, возможно, следует применить надбавку к ликвидной стоимости акций миноритарного пакета с учетом права контроля, предоставляемого контрольным пакетом. Однако недостатки ценных бумаг закрытых компаний, связанные с их недостаточной ликвидностью, должны анализироваться с учетом преимуществ, предоставляемых правом контроля, что несколько затрудняет определение суммы нетто надбавки (или скидки) в каждом конкретном случае. Возможно, оценщику имеет смысл воспользоваться методом сравнения продаж (данных о сделках купли-продажи), применяемым в рамках рыночного подхода, который обсуждался в Главе 13, чтобы определить уровень цен, по которым компании продаются целиком.

Что касается вопроса контроля над деятельностью компании, зачастую важна степень такого контроля, и обычно четкого разграничения между контрольным и миноритарным пакетом акций не существует. Степень контроля, предоставляемого конкретным пакетом акций, зависит от многочисленных факторов. В числе таких факторов — штат, в котором зарегистрирован объект оценки. В разных штатах законодательство предусматривает разный процент голосов, необходимых для получения возможности оказывать влияние на принятие определенных решений и на управление текущей деятельностью компании, а также по-разному определяет право голоса, предоставляемое конкретными ценными бумагами, и право собственности на акции компаний. Ценность права контроля, а соответственно и размер соответствующей надбавки к цене акций миноритарного пакета зависит от возможности осуществления определенного права или всей совокупности прав, относящихся к сфере контроля, а также от необходимости учета относительной неликвидности контрольного пакета акций закрытой компании по сравнению с акциями, находящимися в свободной продаже.

Наиболее распространенные ошибки при использовании данного подхода

Неправильная методика поиска контрольных компаний. Если оценщик не проведет исчерпывающего поиска, то он может не найти открытые компании относительно небольшого размера, которые будут наиболее соответствовать показателям рассматриваемой компании. Например, иногда мы встречаемся со случаями, когда контрольные компании были отобраны из одного источника — Value Line. Это означает, что для анализа были отобраны только наиболее крупные и значительно более диверсифицированные фирмы.

Сравнение несопоставимых данных. Будет неправильным использовать коэффициент отношения рыночной цены к доходам контрольной компании, основанный на показателях ее доходов за последние 12 месяцев, для расчета стоимости рассматриваемой компании на основании показателя ее усредненных доходов за пятилетний срок, так как это может привести к неверным результатам. Кроме этого, важно определять размер доходов, объем денежного потока и другие основные показатели как для объекта оценки, так и для контрольных компаний, пользуясь одной методикой. В частности, Вам необходимо рассчитать объем денежного потока для оцениваемой и контрольных компаний, используя один и тот же метод, и далее внести соответствующие корректировки в оба набора данных, как, например, в случае пересчета товарно-материальных запасов в соответствии с методом FIFO.

Выбор коэффициента без внесения необходимых поправок. Как уже говорилось ранее, отношение цены к доходам (P/E ratio) является обратной величиной ставки капитализации, которая равна ставке дисконтирования (d) минус темп роста (g). Нередко существует значительная разница между открытыми компаниями и рассматриваемой компанией в отношении факторов риска (которые влияют на выбор ставки дисконтирования) и показателей роста. Эти различия следует принимать во внимание при выборе необходимых коэффициентов для рассматриваемой компании.

Неправильная корректировка финансовых данных. Если не произвести параллельную корректировку финансовых данных контрольных компаний и оцениваемой компании, это может привести к неверным выводам. Необходимо скорректировать показатели с учетом непериодических и непредвиденных расходов и доходов, а также нивелировать все различия, чтобы объект оценки минимально отличался от контрольных компаний.

Придание излишнего значения данным за прошлые периоды. Целью сбора и анализа данных за прошлые периоды времени является определение базы для составления обоснованных прогнозов для рассматриваемой компании. Однако если при этом оценка будет основываться на прошлых данных, в отношении которых нет убедительных доказательств их релевантности для прогнозирования будущих показателей компании, такая оценка может оказаться неправильной.

Недостаточная документированность источников. Отчет об оценке должен содержать проверяемые данные. Лица, читающие отчет об оценке или использующие табличные данные об открытых компаниях, должны иметь возможность определить источник и убедиться в

надежности исходных данных, что будет невозможно, если таблицы или отчет не будут содержать указания на источники содержащихся в них данных

Неверное изложение выводов оценки. Напомним еще раз, что определенная этим методом стоимость, до рассмотрения вопроса о ликвидности акций или предоставляемого ими права контроля, представляет собой ликвидную стоимость миноритарного пакета акций, как если бы эти акции были предметом торгов на свободном, открытом рынке. В ряде случаев приходится сталкиваться с применением скидок за неконтрольный характер участия в капитале компании, что является ошибочным.

Заключение

Обоснованная рыночная стоимость, по определению, устанавливается рынком, т.е., она определяется той суммой, которую инвесторы готовы заплатить за долю в некоей аналогичной компании. Стоимость акций открытых акционерных компаний дает наиболее полное представление о том, сколько инвесторы готовы платить за участие в акционерном капитале компаний. Поэтому, при наличии информации о ценах на акции открытых компаний, выбранных в качестве контрольных, ни в коем случае нельзя пренебрегать такой информацией, так как она может служить частичным обоснованием стоимости акций закрытых компаний. Однако между открытыми компаниями и оцениваемой компанией нередко имеются существенные различия в уровне риска и показателях роста. Эти различия следует принять во внимание при выборе подходящих коэффициентов для объекта оценки. Надлежащее использование данных об акциях открытых компаний для оценки долей участия в закрытых компаниях требует хорошего понимания методов анализа ценных бумаг и осмотрительности при их применении. В данной главе мы, в общих чертах, обсудили основные соображения, касающиеся методики анализа ценных бумаг, которые необходимо учитывать при использовании данных об акциях открытых компаний для оценки акций закрытых компаний.

Примечания

1. Постановление 59-60 Налогового Управления США (IRS) (159-1 С.В. 327), Раздел 4.
2. 29 CFR, часть 2510, Постановление о правилах определения размера компенсаций (Regulation Relating to the Definition of Adequate Consideration: Notice of Proposed Rulemaking), согласно опубликованному в Федеральном реестре, том 53, № 95, стр. 17632-17638,

17 мая 1988 года.

3. Постановление 59-60 Налогового управления США (IRS) (1959-1 С.В. 237), раздел 4(h).
4. Для более подробного ознакомления с данным вопросом см.: Шеннон П. Пратт «Данные о скидке с учетом недостаточной ликвидности» (Shannon P. Pratt, «Data on Discount for Lack of Marketability»), *Valuing a Business*, 3-е издание, Чикаго: изд-во «Irwin Professional Publishing», 1996 г.; а также Джеймс Зукин и Джон Мавредакис, «Финансовая оценка: бизнес и доли в компании» (James Zukin, John G. Mavredakis, eds. *Financial Valuation: Business and Business Interests*), Нью-Йорк: изд-во «Maxwell Macmillan», 1990 г.

Метод избыточных прибылей**С. КРИС САММЕРЗ (S. CHRIS SUMMERS)**

Метод избыточной прибыли, который часто называют подходом, основанным на применении формул, является, возможно, самым широко распространенным из всех существующих методов оценки бизнеса. В то же время на протяжении многих лет данный метод постоянно подвергался критике со стороны профессиональных оценщиков. Не исключено, что столь широкое применение данного метода объясняется его кажущейся простотой. Причиной же столь серьезной критики, безусловно, является неисчислимое количество ошибок в результатах оценки, что связано с неправильным применением данного метода.

Метод избыточной прибыли получил известность в 1920 г., когда был опубликован Меморандум о порядке апелляций и пересмотра дела № 34 Министерства финансов США. В 1968 г. Налоговое управление США в своем Постановлении 68-609 скорректировало данный метод с учетом современных требований [1]. В частности, в Постановлении говорилось:

Подход к оценке нематериальных активов на основе формул не должен применяться при наличии каких-либо данных, свидетельствующих о возможности более точной оценки таких активов. Если оценка активов действующей компании, подлежащей продаже, была произведена с использованием ставки капитализации, которая может быть признана обоснованной, хотя при этом она может и не укладываться в рамки, указанные в данном документе в качестве приемлемых в обычных случаях, эта же ставка капитализации должна быть использована и при определении стоимости нематериальных активов.

Аналогичным образом, подход на основе формул может использоваться для определения обоснованной рыночной цены нематериальных активов только в случае отсутствия лучшей базы для проведения оценки.

С учетом столь сдержанной позиции Налоговой службы в отношении данного метода не удивительно, что профессиональные оценщики не могут взять его на вооружение в полной мере. Тем не менее, при оценке компаний для целей купли-продажи, различные варианты данного метода активно ис-

пользуются как покупателями и продавцами, так и посредниками, бухгалтерами и другими специалистами, связанными с оценкой. В данной главе рассматривается один из вариантов данного метода, а также некоторые потенциальные проблемы, которые могут возникнуть при его применении.

Процесс оценки

В основе Метода избыточной прибыли лежит допущение о том, что часть прибыли компании, превышающая «нормальную» рентабельность материальных активов, производится за счет нематериальных активов. Такая «избыточная прибыль» может быть капитализирована в неосязаемые активы, иначе называемые «гудвилл». Ниже приводятся общие этапы расчетов с помощью Метода избыточной прибыли. Затем каждый из них будет рассмотрен по отдельности в соответствующем разделе.

1. Определите стоимость материальных активов и пассивов.
2. Рассчитайте величину репрезентативной операционной прибыли.
3. Определите требуемые ставки дохода на материальные активы. Эти показатели используются для расчета прибыли на материальные активы, которая затем вычитается из репрезентативной операционной прибыли для определения размера «избыточной прибыли».
4. Определите требуемую ставку дохода на нематериальные активы. Данная величина используется для расчета нематериальных активов, или «гудвилл». После этого может быть определена общая стоимость компании путем сложения стоимости «гудвилл» и стоимости чистых материальных активов, рассчитанной в соответствии с п.1.

Стоимость материальных активов и обязательств

Отправной точкой при проведении данного анализа является баланс компании, составленный на дату проведения оценки. Остатки по счетам в таком балансе, естественно, будут отражать балансовую стоимость. Для определения реальной стоимости материальных активов и обязательств компании необходимо произвести корректировку балансовой стоимости, которую можно подразделить на два вида: 1) корректировка, необходимая для пересчета остатков по счетам, указанных по балансовой стоимости, в их реальную экономическую стоимость; 2) корректировка, необходимая для отражения стоимости активов и пассивов, не включенных в баланс. Необходимо также разграничить операционные и неоперационные статьи баланса, которые будут далее использованы при анализе. Как правило, неоперационные активы и пассивы должны быть удалены из баланса и оценены отдельно.

Корректировка данных баланса

Ниже приводится перечень поправок, которые, как правило, необходимо внести в баланс для проведения анализа:

Наличные средства и эквиваленты. Чаще всего корректировка не требуется.

Рыночные ценные бумаги. Пересчитайте их стоимость на основе рыночной цены.

Дебиторская задолженность. По возможности необходимо произвести разбивку дебиторской задолженности по срокам с целью определения чистой реализуемой стоимости задолженности. В отчеты, составленные по Кассовому методу, дебиторская задолженность не включается, но в данный анализ она должна быть включена.

Товарно-материальные запасы. Теоретически лучше всего взять наименьшую текущую стоимость замещения каждой позиции наличных товарно-материальных запасов, или стоимость реализации. При невозможности получения таких данных следует рассчитать величину, на которую должна быть скорректирована балансовая стоимость этих запасов. Если компания пользуется методом учета LIFO, данной статье баланса необходимо уделить особое внимание.

Расходы, оплаченные авансом. Если авансированные средства действительно окажут влияние в будущем, корректировка не требуется. Если же такие расходы в действительности не имеют отношения к бизнесу или не переходят к покупателю, необходимо удалить данную статью из операционных активов. Также необходимо включить в анализ оплаченные расходы, которые не были учтены в качестве активов, и произвести соответствующую корректировку отчетов о доходах и расходах.

Мебель, приспособления и оборудование. Что касается стоимости данной статьи активов, то она может быть определена на базе целого ряда показателей, в т.ч. на базе ликвидационной стоимости, стоимости замещения, балансовой стоимости, стоимости в пользовании и др. При определении стоимости рентабельного действующего предприятия следует, как правило, использовать стоимость замещения соответствующего предмета с учетом износа (т.е. текущую стоимость его нового точного аналога за вычетом величины износа, рассчитанной в виде процентной доли истекшего периода полезной службы данного предмета). Данный метод применяется при отсутствии информации о рыночной стоимости сопоставимых предметов мебели или оборудования, бывших в употреблении.

Улучшения, произведенные в арендованном имуществе. Если расторжения договора аренды до истечения срока полезной службы таких

улучшений не предусматривается, их стоимость подлежит определению аналогично определению стоимости мебели, приспособлений, оборудования. В противном случае их стоимость определяется путем расчета величины износа за период, начиная с даты приобретения и до даты истечения срока аренды, начисляемого равномерно на стоимость приобретения.

Недвижимое имущество. Как правило, для небольших компаний недвижимое имущество предпочтительнее рассматривать в качестве неоперационных активов, которые должны быть исключены из баланса. Также необходимо удалить из баланса сумму долговых обязательств, обеспеченных недвижимостью. В отчете о прибыли, с учетом данной корректировки, необходимо также заменить все расходы, относящиеся к недвижимости, на обоснованную стоимость аренды.

Нематериальные активы. При проведении данного анализа стоимость нематериальных активов, указанная в балансе, в расчет не принимается, поскольку задачей Метода избыточной прибыли является оценка «неосязаемой» стоимости данной категории активов. Тем не менее, некоторые статьи активов, включенные в данную категорию (например, лицензии на продажу спиртных напитков, договора франшизы), могут иметь отдельную, независимую от бизнеса рыночную стоимость, которая может быть легко установлена. Такие статьи можно включить в проводимый анализ.

Пассив. Если нет оснований для другой точки зрения, большая часть статей пассива баланса в корректировке не нуждается. Некоторые обязательства, в т.ч. векселя к оплате в пользу владельца, отсроченные налоги, обязательства по оплате аренды, могут потребовать корректировки в зависимости от конкретной ситуации. Необходимо также убедиться в отсутствии неучтенных или потенциальных обязательств.

Помимо этого необходимо определить, какое влияние такая корректировка окажет на величину налогов. Если предусматривается продажа активов, необходимо использовать скорректированную величину валовой стоимости активов. При необходимости определения цены продажи акций компании, или если продавцу необходимо определить чистую стоимость, предпочтительно производить корректировку показателей без учета налогов. Например, если балансовая стоимость легко реализуемых ценных бумаг ниже их рыночной стоимости, необходимо вычесть из рыночной стоимости ценных бумаг сумму налога на соответствующую разницу в цене, или включить эту сумму в раздел отсроченных обязательств.

В качестве примера анализа материальных активов и обязательств мы предлагаем ознакомиться с данными баланса компании Acme Industries, Inc., показанными в левой колонке Таблицы 16.1. Обратите внимание на коррек-

тировку, внесенную в некоторые статьи, и ее влияние на остаток по соответствующему счету. Все суммы корректировки даются без учета последствий с точки зрения налогообложения. Поправки были внесены для: 1) удаления безнадежной задолженности, 2) списания устаревших товарно-материальных запасов 3) пересчета стоимости основных средств на базе стоимости замещения с учетом амортизации 4) корректировки стоимости основных средств с учетом накопленного износа 5) удаления данных о балансовой стоимости нематериальных активов и 6) учета аккумулированных непогашенных затрат, не включенных в баланс. Стоимость чистых материальных активов была рассчитана как разница между скорректированной общей суммой активов и скорректированной общей суммой обязательств.

Репрезентативная операционная прибыль

Задачей второго этапа применения Метода избыточной прибыли является определение текущей доходности компании. Частью этой работы является изучение показателей отчетов о доходах за несколько последних лет. Как и в случае корректировки баланса, для определения реальной экономической прибыли, производимой компанией, необходимо внести поправки в некоторые ее показатели за прошлые периоды. Данные поправки должны коснуться следующих основных категорий:

- Неоперационные статьи
- Непериодические статьи
- Ожидаемые в будущем отклонения

Неоперационные статьи включают доходы и расходы, не представляющие собой необходимые для нормальной деятельности компании или являющиеся вспомогательными для такой деятельности. Наиболее часто встречаются такие статьи неоперационных доходов или издержек, как процентный доход, доход от инвестиций, льготы и привилегии владельца, а также завышенные суммы заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу. Если данные о недвижимости, используемой в операционной деятельности компании, были исключены из анализа при корректировке баланса, на данном этапе будет необходимо удалить расходы, относящиеся к этой недвижимости, заменив их обоснованной суммой арендных платежей. Помимо этого, многие оценщики исключают расходы на выплату процентов с тем, чтобы показатель стоимости компании не зависел от структуры ее капитала.

Непериодические статьи включают доходы или издержки, соответственно полученные или понесенные в результате неких исключительных событий или событий, выходящих за рамки обычных явлений. Примером могут служить доходы или убытки при продаже имущества, расходы на переезд, расходы на оплату услуг юристов при ведении судебных дел, другие судеб-

Таблица 16.1 Acme Industries, Inc. Корректировка баланса

	31 Декабря 1999		
	Финансовые отчеты	Корректировка (см. коммент. в тексте)	Остаток (для целей оценки)
АКТИВЫ:			
Текущие активы:			
Наличные средства	\$25 000		\$25 000
Дебиторская задолженность	\$200 000	-30 000 (1)	\$170 000
Товарно-материальные запасы	\$170 000	-10 000 (2)	\$160 000
Расходы, оплаченные авансом	\$5 000		\$5 000
Общая сумма текущих активов	\$400 000		\$360 000
Имущество и оборудование			
Имущество и оборудование	\$150 000	-50 000 (3)	\$100 000
Накопленный износ	-\$100 000	100 000 (4)	\$0
Чистая стоимость имущества и оборудования	\$50 000		\$100 000
Гудвилл (за вычетом амортизации)	\$50 000	-50 000 (5)	\$0
Общая сумма активов	\$500 000		\$460 000
ОБЯЗАТЕЛЬСТВА И СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ			
Текущие обязательства			
Кредиторская задолженность	\$150 000		\$150 000
Аккумуляированные непогашенные затраты	\$25 000	5 000 (6)	\$30 000
Общая сумма текущих обязательств	\$175 000		\$180 000
Векселя к оплате	\$100 000		\$100 000
Общая сумма обязательств	\$275 000		\$280 000
Акционерный капитал			
Обыкновенные акции	\$5 000		
Нераспределенные доходы	\$220 000		
Акционерный капитал	\$225 000		\$180 000
Общая сумма обязательств и акционерного капитала	\$500 000		\$460 000
Чистая стоимость материальных активов			\$180 000

ные издержки, а также убытки в результате ущерба, нанесенного незастрахованному имуществу.

Ожидаемые в будущем отклонения включают предполагаемые изменения в уровне доходов или расходов по сравнению с прошлыми показателями, а также, в ряде случаев, увеличение арендных платежей, утрату прежних источников получения прибыли, получение доступа к новым рынкам сбыта или структурные изменения в составе затрат на оплату рабочей силы или материалов.

В Таблице 16.2 дается пример анализа репрезентативной операционной прибыли. В первой строке указана сумма объявленного дохода компании

Acme Industries, Inc. Можно также использовать показатель доходов после уплаты налогов с внесением соответствующей корректировки в диапазон возможных ставок капитализации. Учтите, что 100% начисленной амортизации было «возвращено», т.е. при расчете скорректированной величины операционного денежного потока полная сумма амортизационных отчислений была прибавлена к объявленной сумме доходов. Данная корректировка необходима для нейтрализации возможного воздействия различных методов амортизации и амортизационных отчислений, поскольку состав активов на дату оценки может отличаться от прежнего. В качестве альтернативы, для расчета скорректированной суммы операционной прибыли за каждый период к объявленной сумме доходов может быть прибавлена сумма износа операционных активов и амортизационных отчислений, превышающих фактическое уменьшение экономической стоимости активов.

После корректировки операционного денежного потока (до выплаты заработка и компенсаций владельцу) за каждый период необходимо определить величину репрезентативной операционной прибыли. Данная величина является наиболее показательной в отношении уровня дохода, который компания сможет поддерживать в будущем. Для расчета этой величины могут использоваться различные методы в зависимости от конкретной ситуации. Кроме того, необходимо внимательно изучить тенденции роста или снижения уровня операционного денежного потока и промежутки времени, на протяжении которых прослеживаются такие тенденции. В приведенном примере каждому для каждого периода был присвоен показатель удельного веса; при этом большее значение придавалось показателям за последние годы.

Table 16.2 Acme Industries, Inc. Корректировка отчета о доходах

	На конец года			
	12/31/96	12/31/97	12/31/98	12/31/99
Объявленный доход до уплаты налогов	\$30 000	\$25 000	\$27 500	\$35 000
Корректировка				
Заработок руководящего персонала	225 000	210 000	250 000	230 000
Износ	14 000	21 000	18 000	15 000
Расходы на выплату процентов	5 000	6 500	8 000	9 500
Процентный доход	-2 500	-2 000	-5 500	-4 500
Дополнительные льготы и привилегии акционера-владельца	3 500	4 500	7 000	5 000
Общая сумма корректировки	<u>245 000</u>	<u>240 000</u>	<u>277 500</u>	<u>255 000</u>
Скорректированный операционный денежный поток	\$275 000	\$265 000	\$305 000	\$290 000
Удельный вес:	<u>10%</u>	<u>20%</u>	<u>30%</u>	<u>40%</u>
	27 500	53 000	91 500	116 000
Репрезентативный операционный денежный поток				\$288 000
Минус: Обоснованный размер вознаграждения за услуги руководящих работников				-120 000
Экономическое обесценивание (\$100 000 * 20%)				<u>-20 000</u>
Репрезентативная операционная прибыль				\$148 000

Для расчета репрезентативной операционной прибыли, репрезентативный объем операционного денежного потока был уменьшен на величину обоснованного вознаграждения за услуги, оказанные акционером-владельцем, а затем на оценочную величину экономического обесценивания. Поправка на величину обесценивания должна отражать будущие затраты, необходимые для поддержания базы материальных операционных активов. В данном примере резерв на экономическое обесценивание в размере 20% рассчитан, исходя из предположения о том, что оставшийся срок службы активов составляет в среднем 5 лет.

Рентабельность материальных активов

Целью третьего этапа является определение доли репрезентативной операционной прибыли, производимой за счет инвестиций в материальные активы. Рентабельность материальных активов находится в функциональной зависимости от величины скорректированной стоимости материальных активов и требуемой ставки доходов на эти активы.

В данных расчетах ключевым вопросом является правильный выбор активов как базы для определения стоимости. В описаниях Метода избыточной прибыли чаще всего говорится о необходимости использования стоимости чистых материальных активов (*net tangible asset value* — NTAV), которая представляет собой общую сумму материальных активов минус сумму обязательств. Однако использование NTAV неизбежно влечет за собой привязку стоимости нематериальных активов к величине заемных средств компании. Как указывалось ранее, одним из способов устранения этой проблемы является определение репрезентативной операционной прибыли без учета долговых обязательств путем прибавления к объявленным доходам расходов на выплату процентов. После внесения такой корректировки величина стоимости активов, принимаемой в качестве базы для расчетов, представляет собой скорректированную стоимость реального капитала (материальных активов) компании. При этом стоимость капитала определяется как NTAV плюс сумма долга, на который начисляются проценты. Или же общая стоимость капитала может быть представлена как скорректированная стоимость основных средств плюс объем оборотного капитала.

Как и в отношении других ставок дохода, ставка, используемая для определения рентабельности материальных активов, зависит от относительного уровня инвестиционного риска. Для расчета ставки дохода на общий объем капитальных инвестиций можно использовать общий показатель, однако во многих случаях имеет смысл разделить капитал на две категории: в первую группу следует отнести относительно ликвидные инвестиции в оборотный капитал, а во вторую — инвестиции в основные средства. Для целей анализа сумма процентного долга должна быть исключена из общей суммы текущих обязательств до расчета объема оборотного капитала (определяе-

мого как разница между текущими активами и пассивами).

В целом инвестиции в оборотный капитал не связаны со значительным уровнем риска, в связи с чем ставка дохода на данную часть капитала должна быть относительно невысокой. В качестве ориентира могут служить доходы по ценным бумагам с фиксированным доходом, относящиеся к категории вложений с низким уровнем риска, или же ставка ссудного процента «прайм-рейт». Для расчета требуемой прибыли на оборотный капитал средний объем инвестиций в оборотный капитал должен быть умножен на выбранную ставку дохода. Если какие-либо составные элементы оборотного капитала могут быть использованы для получения дохода в виде процентов, требуемая прибыль должна быть уменьшена на соответствующую величину.

Капиталовложения в основные средства связаны с более высоким уровнем риска по сравнению с инвестициями в оборотный капитал. Такие активы обычно не обладают ликвидностью, и их стоимость в пользовании зависит от функционирования бизнеса в будущем. Учитывая это, при расчете ставки дохода на инвестиции в основные средства правильно будет использовать надбавку к ставке дохода на оборотный капитал. Размер надбавки зависит от характера основных средств, однако в качестве ориентира можно назвать диапазон от 4 до 8 процентов, который, вероятно, может быть использован в большинстве случаев.

Ниже приводится пример распределения прибыли на оборотный капитал и прибыли на основной капитал в составе репрезентативной операционной прибыли:

Репрезентативная операционная прибыль	\$148 000
Распределение:	
Прибыль на оборотный капитал [\$360 000-\$180 000]*10%	-\$18 000
Прибыль на основные средства \$100 000*15%	<u>-\$15 000</u>
Избыточные доходы	<u>\$115 000</u>

Рентабельность нематериальных активов

Последним этапом в данном процессе является преобразование избыточной прибыли в стоимость нематериальных активов. Для этого нам потребуется выбрать подходящую ставку капитализации для оцениваемого бизнеса. Наиболее распространенной ошибкой при этом является слепое использование ставки в интервале от 15% до 20%, упоминаемом в Постановлении 68-609, несмотря на то, что в Постановлении говорится о том, что эти цифры

приводятся исключительно в качестве примера. Необходимо произвести всесторонний анализ избыточной прибыли с точки зрения ее характера, регулярности, а также предполагаемого периода времени, в течение которого компания будет продолжать ее получать. Решения, принимаемые на этом этапе, требуют некоторого субъективизма, и поэтому неудивительно, что среди оценщиков существует некоторое расхождение во мнениях по данному вопросу и, соответственно, в результатах оценки.

При определении ставки капитализации используется такое важное понятие, как субституция (замена); т.е., при данной величине скорректированной стоимости материальных операционных активов, какую сумму готов заплатить «разумный» покупатель сверх нее за приобретение нематериальных активов? Эта сумма не может превысить сумму затрат, которые покупатель был бы вынужден произвести, если бы он занимался разработкой этих активов самостоятельно. Шеннон П. Пратт в своей статье «Оценка малого бизнеса и профессиональных практик» говорит о том, что «В целом, инвесторы не хотят платить больше, чем сумма доходов от коммерческих нематериальных активов за 5 лет, а иногда и того меньше. Период времени, в течение которого, согласно ожиданиям, накопленный гудвилл будет продолжать приносить доходы и за который соответственно готовы платить инвесторы, главным образом зависит от предполагаемой устойчивости таких доходов в будущем, вне зависимости от дальнейших затрат времени и усилий на то, чтобы сделать их поток постоянным» [2]. Из этого следует, что размер ставки, которая может быть применена для капитализации избыточной прибыли, составляет от 20 до 100 процентов.

Для определения стоимости «гудвилл» сумма избыточной прибыли делится на ставку капитализации. Если требуемая прибыль на материальные активы превысила репрезентативную операционную прибыль, в результате расчетов получится отрицательное значение стоимости «гудвилл», а это будет означать, что стоимость бизнеса меньше, чем стоимость чистых материальных активов. В этом случае стоимость чистых материальных активов должна быть уменьшена на величину чистой ликвидационной стоимости, или на соответствующую величину стоимости, при которой стоимость «гудвилл» не будет отрицательной, в зависимости от того, какая из этих двух величин будет больше. В пользу такого подхода можно привести веский аргумент, что любая стоимость выше ликвидационной является нематериальной.

Затем для определения общей стоимости бизнеса, стоимость «гудвилл» прибавляется к стоимости чистых материальных активов. Последним шагом в данном анализе будут действия, показанные на приводимом ниже примере.

Избыточные доходы

\$115 000

Ставка капитализации

33,3%

Стоимость нематериальных активов («гудвилл»):	\$345 000
Стоимость чистых материальных активов:	<u>\$180 000</u>
Общая обоснованная рыночная стоимость компании Acme Industries, Inc.	<u>\$525 000</u>

Заключение

Как отмечается в Постановлении 68-609 Налогового управления США, использование Метода избыточной прибыли требует осмотрительного подхода. В целом, использование данного метода должно ограничиваться оценкой малого бизнеса, или же он должен применяться в сочетании с другими методами оценки и подходами к ней. Хотя границу перехода малого бизнеса в категорию среднего определить практически невозможно, в целом использование данного метода начинает давать менее надежные результаты при оценке компаний, общая сумма активов которых превышает 1 — 2 млн. долл.

Примечания

1. Постановление 68-609, пересмотренный вариант 1968-2 С.В. 327.
2. Шеннон П. Пратт, Роберт Ф. Рейлли и Роберт П. Швайс. «Оценка малого бизнеса и профессиональных практик», издание второе (Shannon P. Pratt, Robert F. Reilly, and Robert P. Schweih. Valuing Small Businesses and Professional Practices, Second Edition. Homewood, IL: Business One Irwin, 1993 г., стр. 221-222).

Метод мультипликатора дискреционных доходов

ДЖЕФФРИ Д. ДЖОНС (JEFFREY D. JONES)

Метод мультипликатора дискреционных доходов является одним из нескольких наиболее известных методов оценки, используемых для определения стоимости компании или предприятия в рамках доходного подхода. Большинство оценщиков, как правило, при использовании доходного подхода применяют несколько методов для проверки своего окончательного заключения о стоимости. К другим широко распространенным методам оценки в рамках этого подхода относятся Метод капитализации доходов, Метод избыточной прибыли и Метод дисконтированных доходов.

Процедуры оценки с применением перечисленных методов имеют определенные отличия, что связано с использованием разных критериев выбора базы для определения стоимости, включая:

- Различные виды доходов (до уплаты налогов, после уплаты налогов, денежный поток, или дискреционные доходы).
- Различные показатели, используемые для пересчета доходов в стоимость (ставки капитализации, ставки дисконтирования, мультипликаторы).
- Отличия в определении требуемого объема оборотного капитала и операционных активов.

Несмотря на все эти различия, при правильном использовании соответствующих процедур в итоге применения всех этих методов должны быть получены стоимостные данные, отличающиеся друг от друга в незначительных пределах. Если в результате применения этих методов наблюдаются значительные расхождения в результатах, по всей вероятности, один или несколько таких методов были использованы неправильно. В таких случаях ошибки, как правило, объясняются неправильными действиями, такими как:

- Ошибки в расчете уровня доходов.

- Использование неправильного коэффициента (мультипликатора).
- Неправомерное включение или исключение из анализа определенных статей активов, таких как товарно-материальные запасы, текущие активы, операционные и/или неоперационные активы.

Метод мультипликатора дискреционных доходов используется оценщиками и посредниками по купле и продаже компаний на протяжении многих лет. Он представляет собой достаточно несложную процедуру, состоящую из двух этапов и требующую принятия меньшего количества допущений по сравнению с другими методами, используемыми в рамках доходного подхода. Шеннон Пратт, один из самых известных в стране специалистов в области оценки и автор многих работ, посвященных этому вопросу, в своей книге «Оценка малого бизнеса и профессиональных практик» пишет: «Метод мультипликатора дискреционных доходов получает все большее признание в качестве метода оценки небольших компаний, однако его «пользователь» должен хорошо знать этот метод — иначе он может применять его неправильно» [1]. Дальнейшее описание стандартных процедур, используемых при применении данного метода, направлено на предотвращение его неправильного использования.

Применение метода

Метод мультипликатора дискреционных доходов дает возможность получения обоснованных показателей стоимости при оценке небольших и средних компаний. Он может быть особенно полезен в следующих случаях:

- Если размер заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу, а также величина его других льгот и привилегий составляет значительную долю общего объема доходов компании.
- Если компания относится к типу предприятий, работающих под единоличным управлением владельца (владелец-управляющий).
- При необходимости определения диапазона, в пределах которого могут варьироваться показатели стоимости.
- Если в соответствии с заданием на оценку необходимо получить показатель стоимости на базе доли или пакета акций, дающих 100% контроль над деятельностью компании.
- Если в соответствии с заданием на оценку необходимо получить показатель стоимости предприятия за вычетом текущих активов и обязательств.
- При невозможности использования метода сопоставления с открытыми акционерными компаниями вследствие существенных разли-

чий в размерах компаний, уровне доходов, структуре управления, географии рынков, степени диверсификации продукции или услуг.

- При отсутствии достаточной информации о сделках с контрольными компаниями для получения оценочных коэффициентов.
- При наличии информации о сделках с контрольными компаниями в количестве, достаточном для определения соответствующих мультипликаторов.

Возможно, в большей степени, чем другие методы оценки, Метод мультипликатора дискреционных доходов направлен на определение и оценку в количественном выражении экономических факторов, а также относящихся к оцениваемой компании критериев, связанных с понятием «стиль жизни», которые рассматриваются с точки зрения покупателя малого или среднего бизнеса и его «владельца-управляющего».

Формула, по которой рассчитывается стоимость бизнеса в соответствии с данным методом, выглядит следующим образом:

$$BV = de \cdot m + (la - cl),$$

где: de = дискреционные доходы;

m = выбранный мультипликатор;

la = текущие активы;

cl = текущие обязательства.

При том, что данная формула является несложной, правильность получаемого в результате ее использования показателя стоимости, который может быть подтвержден путем применения других методов в рамках доходного подхода, в большой степени зависит от правильного расчета уровня доходов и выбора подходящего мультипликатора.

Объем дискреционных доходов, используемый для расчетов по данному методу, должен отражать ожидаемый уровень доходов компании в ближайшем будущем. При составлении краткосрочных прогнозов аналитики, как правило, берут за основу данные за последние периоды времени. При этом их основная задача состоит в том, чтобы составить заключение относительно вероятности реализации таких прогнозов доходов в ближайшем будущем. Для этого они проводят анализ, нормализацию и взвешивание показателей за прошедший период времени протяженностью до пяти лет по тем или иным критериям. Результаты такого анализа служат индикатором будущих доходов. При использовании Метода мультипликатора дискреционных доходов необходимо помнить о том, что прогноз доходов не должен превышать самые высокие показатели, которые когда-либо имела оцениваемая компания. Хотя покупатели мелких и средних компаний, безусловно, заинтересо-

ваны в приобретении предприятия, обладающего хорошим потенциалом роста, они в то же время считают, что будущий рост доходов, который может быть реализован только за счет их собственных усилий, не должен служить основанием для получения продавцом дополнительной выгоды.

Мультипликаторы, которые могут быть использованы для получения достоверной оценки на базе дискреционных доходов, должны определяться с учетом инвестиционных рисков, связанных с возможностью получения инвестором обоснованного заработка, замены активов, обеспечения доходности инвестированного капитала, а также поддержания определенного уровня жизни. Аналитик должен хорошо разбираться в вопросах, связанных с такими требованиями инвесторов, и представлять доказательную базу для обоснования выбранных мультипликаторов, которые, по его мнению, отражают инвестиционные риски, присущие оцениваемому предприятию.

Определение терминов

Отсутствие стандартных определений терминологии, используемой в сфере оценки, всегда представляло большую проблему для профессиональных оценщиков. При ознакомлении с отчетом об оценке любой человек должен понимать содержащиеся в нем выводы и заключения о стоимости; однако, при отсутствии четкого понимания специальной терминологии, ему приходится просто «принимать на веру» корректность процедур, использованных оценщиком. За последние несколько лет Комитет по Стандартам Американского общества оценщиков (Standards Committee of the American Society of Appraisers), Институт оценщиков бизнеса (IBA) и Международная ассоциация посредников по купле и продаже компаний (IBVA) проделали огромную работу, направленную на разработку стандартов практической деятельности оценщиков и выработку определений специальной терминологии, используемой в сфере оценки. Благодаря усилиям этих организаций были развеяны некоторые «мифы», связанные с работой оценщиков.

Согласно определению, данному IBVA, термин «дискреционные доходы» используется для замещения таких понятий, как «дискреционные наличные средства владельца» и «денежный поток владельца» [2]. Что касается последних двух понятий, то проблема заключается в том, что их формулировка неполно раскрывает их смысл. Другая проблема состоит в их различном толковании среди специалистов, работающих в области бухгалтерского учета, финансов и оценки. IBVA дает определение «дискреционных доходов» как доходов предприятия до вычета:

- Подоходного налога
- Непериодических доходов и издержек
- Неоперационных доходов и издержек

- Износа и амортизации
- Расходов на выплату процентов или дохода в виде процентов
- Полного размера заработка и компенсаций, выплачиваемых одному владельцу-управляющему после корректировки полного размера вознаграждения, выплачиваемого всем другим владельцам с целью определения его рыночной стоимости.

Что касается терминов, связанным с понятием дискреционных доходов, то IBBA дает им следующие определения:

Владелец. Обобщенное понятие, используемое в сфере оценки для обозначения собственника, полного партнера¹ или акционера, имеющего право полного контроля над деятельностью компании (при этом подразумевается одно лицо или нескольких лиц, выступающих в качестве владельцев, в зависимости от конкретного случая).

Зарботок владельца. Зарботная плата, выплачиваемая владельцу, включая все относящиеся к ней налоги.

Полный размер заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу. Общая сумма заработной платы, льгот и привилегий владельца.

Льготы и привилегии. Расходы, производимые по усмотрению владельца, не являющиеся необходимыми для деятельности компании.

Имея четкое представление о том, что представляют собой дискреционные расходы, аналитик может приступить к выполнению процедур, требующихся для преобразования дискреционных доходов в стоимость.

Критерии инвестиционного риска

Метод мультипликатора дискреционных доходов изначально возник из эмпирической формулы «денежный поток владельца, умноженный на единицу + рыночная стоимость материальных активов». Как и большинство других эмпирических правил, данная формула с точки зрения ее использования для стоимостной оценки имеет ряд недостатков, а именно: отсутствие общепринятого понимания того, что включает понятие «денежный поток владельца»; использование мультипликатора, равного единице, вследствие чего при оценке не учитываются различные риски, связанные с инвестициями в

¹ 1) один из участников полного товарищества, все члены которого несут индивидуальную и солидарную ответственность по долгам товарищества; 2) менеджер-член товарищества (управляющий член товарищества) с ограниченной ответственностью, который несет личную неограниченную ответственность за операции и по обязательствам товарищества и непосредственно руководит его работой — *Прим. переводчиков*

данный бизнес; предпочтение показателей стоимости активов вместо доходов; отсутствие стандартного определения перечня активов, подлежащих оценке или исключаемых из нее.

Метод мультипликатора дискреционных доходов позволяет преодолеть недостатки, присущие этому старому эмпирическому правилу. Данному методу присущ практический подход, доступный для понимания продавцов и покупателей предприятий малого или среднего бизнеса. Большинство покупателей таких предприятий относятся к категории руководящих работников корпораций, инженеров, квалифицированных рабочих, или же являются иностранцами. Зачастую они склонны рассматривать вопросы, связанные с приобретением бизнеса, с точки зрения возможности поддержания определенного образа жизни и дохода, необходимого для обеспечения семьи. При этом они анализируют показатель дискреционных доходов, чтобы убедиться в том, что объем этих доходов будет достаточным для покрытия операционных расходов, погашения кредита, необходимого для покупки компании и/или поддержания ее функционирования, а также для обеспечения приемлемого заработка. Такой подход значительно отличается от точки зрения профессиональных инвесторов, которые нацелены на приобретение пакетов акций крупных или открытых акционерных компаний и при этом скорее руководствуются соображениями, касающимися доходности инвестиций, чем вопросами, связанными со стилем или образом жизни.

Использование метода дискреционных доходов позволяет свести к минимуму количество принимаемых в расчет переменных величин. В качестве базы для расчетов берется уровень доходов, включающий все дискреционные расходы владельца-управляющего или выполняющего его функции менеджера. Затем уровень доходов с помощью мультипликаторов, отражающих инвестиционный риск с учетом интересов инвестора, относящихся к уровню и стилю жизни, преобразуется в стоимость. Необходимо отметить, что инвестиционный риск и соображения, относящиеся к сфере стиля и образа жизни, зачастую настолько тесно переплетаются в сознании покупателя, что их бывает трудно отделить друг от друга. Основываясь на данных, полученных в результате опроса более 7000 потенциальных покупателей, я классифицировал основные инвестиционные риски, принимаемые в расчет при стоимостной оценке, разделив их на 10 категорий следующим образом:

Стабильность доходов с учетом прошлых показателей

Стабильность прошлых показателей доходов и прогноз сохранения такой стабильности в ближайшем будущем является одним из важнейших критериев инвестиционных рисков, учитываемых покупателем. Если доходы являются минимальными, нестабильными, и/или они прослеживаются на достаточно небольшом отрезке времени, то у покупателя неизбежно возникают опасения относительно риска, связанного с уровнем доходов в будущем. Можно выделить 3 временных «порога», которые служат для определения

стабильности доходов компании. Компаниям, которые начали получать доходы только год назад или еще позже, присущ самый высокий уровень риска, поскольку такие компании пока не могут доказать свои возможности по обеспечению стабильных доходов, подкрепленные соответствующими показателями. Вторым «порогом», по всей видимости, можно считать промежуток в 3 года. За это время компания уже наработала определенный стаж, который может свидетельствовать о некоторой стабильности доходов и позволяет делать прогнозы относительно их уровня в будущем. Третий «порог» — это период в пять и более лет. Неплохие показатели доходов за этот промежуток времени, как правило, свидетельствуют от том, что компания сумела преодолеть большую часть проблем, связанных с функционированием бизнеса, что позволяет говорить о высокой степени вероятности успеха в будущем. В целом, при прочих равных условиях, касающихся прогнозируемых выгод на будущее, стоимость компаний, имеющих показатели стабильных доходов на протяжении длительного времени, будет выше по сравнению с компаниями, демонстрирующими наличие доходов в течение менее продолжительного периода и/или имеющими нестабильные доходы.

Перспективы роста компании и отрасли

Анализ прошлых показателей, истории развития фирмы и исследование будущих тенденций оцениваемой компании и отрасли, в которой она работает, позволяет получить представление о перспективах роста ее показателей выручки и доходов. Малые предприятия, относящиеся к быстро развивающимся отраслям, пользуются более высоким спросом и продаются по более высокой цене, чем компании, работающие в отраслях, характеризующихся спадом производства, даже если такие компании имеют сопоставимый уровень рентабельности.

Тип бизнеса

Тип бизнеса также оказывает влияние на стоимость компании, что связано с оценкой покупателем уровня риска, относящегося к характеру ее деятельности и базовых активов, необходимых для обеспечения ее функционирования. В целом, компании, не требующие затрат больших усилий на первоначальном этапе и требующие при этом минимального объема капиталовложений, как правило, имеют меньшую стоимость, чем компании, требующие наличия специальных знаний, лицензий и/или значительных капиталовложений.

В настоящее время сфера обслуживания является одной из наиболее быстро развивающихся отраслей Соединенных Штатов. К данной сфере относится около 38 процентов общего количества фирм, зарегистрированных в стране (исключая компании, работающие в области финансов, страхования и недвижимости). Компании сферы обслуживания, как правило, требу-

ют минимальных инвестиций в материальные активы и не требуют больших усилий для налаживания работы на начальном этапе. Однако при этом считается, что такие компании столь же быстро выбывают из игры, что связано с большой степенью их зависимости от квалификации персонала, уровня конкуренции и изменений в технологии. В связи с этим компании сферы обслуживания зачастую оцениваются ниже по сравнению с фирмами, имеющими аналогичные показатели рентабельности, но относящимися к другим отраслям.

Доля компаний, занимающихся розничной торговлей, составляет примерно 21,7% общего количества фирм в США. В их развитии прослеживаются 2 основные тенденции: рост числа компаний, работающих по договору франшизы с производителями, и развитие сети гигантских магазинов, относящихся к так называемой «killer category»². Поскольку для поддержания конкурентоспособности в сфере розничной торговли требуется большой объем затрат, компании, работающие в этой сфере, организуют торговые сети или сети торговых предприятий, работающих по договору франшизы с производителем, что позволяет им добиться большей популярности и повысить объем продаж. В настоящее время с традиционными универсальными магазинами конкурируют огромные специализированные магазины площадью свыше 10 тыс. кв. футов, предлагающие товары, которые раньше продавались только в таких универсальных магазинах. Наглядным примером могут служить компании, занимающиеся розничной продажей товаров для офисов. Еще несколько лет назад товары для офисов продавались только в универсальных магазинах или в большом количестве маленьких специализированных магазинов. На сегодняшний день многие фирмы закупают товары для офисных нужд в огромных специализированных магазинах, таких как Office Depot и Office Max. Многие маленькие магазины, занимавшиеся продажей товаров для офисов, разорились. Оставшиеся на плаву маленькие независимые магазины, вынужденные конкурировать с магазинами «killer category», рискуют в любой момент оказаться вытесненными из бизнеса. Зачастую маленькие розничные магазины бывает трудно продать именно из-за таких перемен, происходящих в этой сфере.

Доля производственных компаний составляет примерно 6,4 процента от общего количества фирм в США, и, тем не менее, они пользуются большим спросом среди покупателей, особенно те из них, которые производят фирменную продукцию. Столь высокий интерес к производственным компаниям объясняется следующими причинами:

- В США существует достаточно многочисленная категория людей из числа инженеров и корпоративных менеджеров, которые стремятся заняться предпринимательской деятельностью.

² от слова "killer" — что-либо сногсшибательное, потрясающее. — Прим. переводчиков

- Эти предприятия имеют широкие возможности получения кредитов под залог материальных активов.
- Широко распространено мнение о том, что производственные компании обладают большей стабильностью по сравнению с другими видами бизнеса и имеют более высокий потенциал роста.

Оценщик в своей работе должен учитывать объем спроса на малые и средние компании. При наличии высокого спроса на рынке такие компании продаются гораздо быстрее и по более высокой цене по сравнению с фирмами, при продаже которых их владельцы сталкиваются с определенными трудностями или на которые трудно найти покупателя из-за ограниченности спроса на такие компании.

Месторасположение и инфраструктура

На стоимость предприятия может оказывать как его собственный внешний вид, так и его окружение и инфраструктура. В любом городе есть районы, находящиеся на хорошем или на плохом счету. Если у покупателя есть выбор, он не захочет приобретать предприятие, расположенное в районе, пользующемся дурной славой и считающемся рискованным из-за плохого окружения, наличия высокой преступности и/или низкого уровня жизни. В целом такое месторасположение отрицательно сказывается на рыночной цене предприятий, даже если они обладают какими-либо другими преимуществами.

Стабильность кадров

Опытные и высококвалифицированные сотрудники являются ценным достоянием любой компании. Наличие таких сотрудников бывает особенно важным для нового владельца, который может не иметь достаточного опыта с области управления малым или средним предприятием. Процесс поиска, найма и обучения персонала требует больших затрат времени и усилий. Одно из преимуществ приобретения действующей компании заключается в наличии готового штата сотрудников. При том, что продавцы параноидально боятся ухода сотрудников в случае, если те узнают о предстоящей продаже компании, ее покупатели столь же озабочены этой проблемой. Фирмы, отличающиеся текучестью кадров или же невысоким уровнем квалификации занятых в них работников, производят плохое впечатление на покупателей, вызывая сомнение в перспективах фирмы, что сказывается и на прогнозе уровня будущих доходов. В то же время компании, характеризующиеся низкой ротацией персонала и наличием штата квалифицированных сотрудников, чаще всего имеют и хорошие показатели деятельности, что определяет их более высокую стоимость на рынке по сравнению с фирмами с нестабильным персоналом или низкоквалифицированными кадрами.

Конкуренция

Компании, работающие в отраслях с высоким уровнем конкуренции, часто оцениваются ниже, чем компании с похожими характеристиками, но относящиеся к отраслям, для которых характерна умеренная конкуренция. Рынки, отличающиеся нестабильностью вследствие новизны предлагаемых на них товаров или услуг или из-за слабой экономической базы, порождают жесткое соревнование, которое приводит к появлению компаний, готовых сбивать уровень цен, чтобы выжить на рынке. В результате снижение объемов продаж и уменьшение доходов затрагивает все предприятия, имеющие отношение к данной отрасли. В то же время существует ряд характеристик отрасли, которые оказывают положительное влияние на стоимость работающих в них компаний. Приведем некоторые примеры таких отраслей:

- Отрасли, в которых имеется сильная торговая или промышленная ассоциация.
- Отрасли со стабильным производством и ассортиментом товаров и услуг и с устоявшейся системой ценообразования.
- Отрасли с низким показателем количества банкротств относительно общего количества компаний, относящихся к данной отрасли.
- Отрасли, подлежащие государственному регулированию в виде лицензирования, выдачи разрешений или зонирования³, что несколько ограничивает число компаний в отрасли.

Диверсификация продукции, услуг и географии рынка

Еще одним заметным различием между небольшими и более крупными компаниями является диверсификация продукции, услуг и географии рынков. Как правило, небольшие компании имеют довольно узкий ассортимент продукции и/или услуг и рынок сбыта, ограниченный рамками определенных географических регионов. Возможность расширения ассортимента и/или рынка сбыта может сдерживаться возможностями поставки сырья, ограниченным кругом потребителей и/или неспособностью владельца привлечь дополнительный капитал, необходимый для развития бизнеса.

Многие небольшие компании занимают свою нишу на рынке, обеспечивая им особо благоприятное положение, которое позволяет владельцу вести безбедное существование, но в то же время лишенную сколько-нибудь значительного потенциала роста. В итоге такие компании оказываются непривлекательными для покупателей, работающих на финансовом рынке, и для инвесторов, изыскивающих возможность покупки компаний с целью

³ деление территории на зоны и районы для целей установления правил использования недвижимости, а также государственного регулирования коммерческой деятельности, налогообложения, ценообразования и т.д. — Прим. переводчиков

их превращения в публичные путем выпуска акций на рынок. Напротив, более крупные компании отличаются большей диверсификацией ассортимента продукции, услуг и географических рынков, что позволяет им избежать значительных потерь доходов и прибыли в случае прекращения выпуска определенной группы изделий, возникновения серьезных затруднений в сбыте какого-либо вида продукции или полной потери рынка в масштабе географического региона. Компании, способные к диверсификации продукции и рынков сбыта, обладают лучшими возможностями по снижению уровня риска, что в свою очередь ведет к повышению рыночной стоимости самой компании.

Привлекательность и конкурентоспособность бизнеса данного типа

Попытка создать собирательный образ покупателя небольшой или средней компании — задача не из простых. Без сомнения, все покупатели заинтересованы в получении доходов на инвестированные средства, но в то же время некоторые другие особенности потенциальных покупателей, такие как стиль жизни, стремление к престижному положению в обществе, национальность и жизненный опыт, играют не менее важную роль при определении той цены компании, которую они готовы за нее заплатить. Компании определенных категорий оказываются намного более привлекательными, чем остальные и, соответственно, продаются быстрее. Напротив, многие компании остаются выставленными на продажу от полугода до года, а некоторые так и не находят покупателя, несмотря на свою доходность и на то, что владельцы готовы продать их на разумных условиях. К числу характеристик, определяющих степень привлекательности и/или конкурентоспособности одного бизнеса по сравнению с другими, относятся:

- *Общее мнение в обществе относительно бизнеса данного типа.* Некоторые категории бизнеса приносят хорошую прибыль, но недостаточно привлекательны с точки зрения общественного мнения, обусловленного характером этого бизнеса.
- *Уровень технического или специального образования, необходимый для управления бизнесом.* Компании, управление которыми требует наличия технического образования или специальных знаний, труднее найти покупателя, так как число потенциальных покупателей, обладающих помимо всего прочего еще и образованием и/или опытом работы в соответствующей области, достаточно ограничено.
- *Общее состояние оборудования и товарно-материальных запасов компании.* Наличие оборудования, требующего ремонта и/или устаревших или неликвидных товарно-материальных запасов,

оказывает негативное воздействие на стоимость компании.

- *Размер бизнеса.* Опыт показывает, что крупную фирму бывает легче продать, чем небольшую, так как крупные компании имеют более значительный поток прибыли, обладают большими возможностями по мобилизации финансовых ресурсов и имеют более широкий круг потенциальных покупателей, который включает как частных лиц, так и институциональных инвесторов, нанимающих для управления бизнесом менеджеров-профессионалов. И наоборот, число покупателей, желающих приобрести компанию с дискреционными доходами, не превышающими 30 тыс. долларов, весьма ограничено. Большинство потенциальных покупателей, относящихся к категории владелец-управляющий, стремятся приобрести такую компанию, владение которой позволит им сохранить свой заработок на прежнем уровне или приумножить его. Компании, послужной список которых не оставляет сомнений в низком уровне доходов, чрезвычайно трудно продать, за исключением тех предприятий, активы которых можно приобрести практически по ликвидационной стоимости, чтобы далее использовать производственные площади для реализации другой концепции бизнеса.

Развитость структуры управления

Одним из заметных различий между небольшими и более крупными компаниями является развитость структуры управления. Более крупные компании обычно имеют многоступенчатую систему управления, обеспечивающую более высокую способность компании к выживанию на рынке и позволяющую производить замены на уровне высшего руководства без существенных издержек или потерь. Малые компании в лучшем случае располагают несколькими уровнями управления, контролируемых владельцем-управляющим. Соответственно повышается и риск потери доходов в результате болезни или смерти ключевого руководителя или плохой проработки управленческих решений. Чем более бизнес зависим от своего хозяина, тем менее он привлекателен для покупателей.

Наличие капитала и/или условия продажи компании

Наличие заемного и/или собственного капитала может сильно повлиять на рыночную стоимость компании. По данным Администрации малого бизнеса, приблизительно 45% всех новообразованных компаний финансируются за счет собственного капитала, так как источники привлеченного капитала сильно ограничены. Открытые акционерные компании могут регулировать объем собственного капитала путем продажи акций. Крупные компании обычно вызывают интерес самых разнообразных инвесторов, работающих на рынке заемного капитала или акций.

Размер компании обычно оказывает сильное влияние на способность предпринимателя использовать заемный и/или акционерный капитал в качестве стартового при покупке компании или основании своего дела, а также для расширения бизнеса. Со стороны финансовых учреждений прослеживается тенденция рассматривать случаи приобретения предприятий малого бизнеса с предубежденностью, основанной на высоких показателях банкротства в этом секторе экономики и на том мнении, что если бизнес продается, значит в нем возникли какие-то проблемы.

Этапы работы оценщика

При использовании Метода мультипликатора дискреционных доходов необходимо произвести следующие действия:

Этап 1: Получите финансовые отчеты за репрезентативный период времени

На начальном этапе проведения оценки аналитик должен получить копии налоговых деклараций и финансовых отчетов компании за предыдущий год. После этого необходимо составить электронную таблицу, в которой будут сопоставлены показатели балансовых отчетов и отчетов о доходах и расходах, относящихся к рассматриваемым временным периодам.

Этап 2: Нормализуйте балансовые отчеты

После ознакомления с налоговыми декларациями и финансовыми отчетами, полученными на первом этапе, может понадобиться корректировка балансовых отчетов, чтобы отразить результаты операций, позволяющих реально оценить перспективы подобных операций в будущем. Вот некоторые из возможных корректировок:

- Неоперационные активы должны оцениваться отдельно, а затем прибавляться к общей стоимости компании, если только их включение в сумму конечной оценки не представляется нецелесообразным. В качестве примера неоперационных активов можно назвать персональный автотранспорт, избыточный парк оборудования и объекты недвижимости.
- Необходимо выявить наличие избыточных активов или их недостаточность и, при необходимости, внести соответствующую корректировку в окончательное заключение о стоимости. Неправильный учет таких активов в процессе оценки зачастую приводит к ошибкам, которые в свою очередь приводят к существенным отличиям полученных показателей стоимости от окончательного заключения о стоимости, составленного при использовании других методов.

- Необходимо определить рыночную стоимость операционных активов, в т.ч. станков и оборудования, а также нормализованные показатели уровня товарно-материальных запасов. Это можно сделать с привлечением независимого оценщика или квалифицированного эксперта.
- Если сумма текущих и долгосрочных обязательств включается в окончательную стоимостную оценку, необходимо также нормализовать соответствующие показатели. В противном случае такие показатели должны быть исключены из анализа.

В Таблице 17.1 приводятся примеры корректировки показателей баланса компании. Обратите внимание на то, что статьи актива и пассива в нормализованном балансе несколько отличаются от стандартных статей бухгалтерского баланса. Это сделано для того, чтобы более точно отразить в нормализованном балансе те статьи, которые чаще всего при продаже мелких и средних компаний переходят к покупателю. В то же время форма такого баланса оставляется на усмотрение аналитика, т.е. она не является обязательным требованием в рамках данного метода оценки.

Этап 3: Нормализуйте отчёты о доходах, полученные на этапе 1, для определения общего объема дискреционных доходов

Возможно, для определения реальных результатов операций, которые наилучшим образом отражают будущие результаты операций компании, Вам понадобится корректировка данных, содержащихся в налоговых декларациях и финансовых отчетах. Дискреционные доходы рассчитываются на основе показателей до уплаты налогов, из которых вычитаются или к которым прибавляются соответствующие суммы корректировок, внесенных в показатели доходов и расходов. Наиболее часто требуется следующая корректировка:

- Из суммы объявленных доходов до уплаты налогов необходимо исключить все включенные в нее неоперационные доходы и расходы.
- Также из нее следует исключить все операционные доходы и расходы, относящиеся к категории непредвиденных и непериодических доходов и расходов, а также доходы и издержки, которые не прослеживаются на протяжении определенного периода времени.
- К сумме доходов необходимо прибавить затраты на выплату процентов по краткосрочной и долгосрочной задолженности. Использование рассматриваемого метода подразумевает выполнение расчетов, исходя из отсутствия долговых обязательств у компании. Затраты на выплату процентов на заемный капитал относятся к дискреционным издержкам, решения по которым принимаются руководством ком-

пании в зависимости от потребностей владельца или по его усмотрению. На стоимость предприятия не должны оказывать воздействия такие факторы, как наличие текущих или предполагаемых долговых обязательств или доля собственных и заемных средств в структуре капитала. При необходимости получения стоимости чистого собственного капитала из стоимости предприятия необходимо вычесть сумму обязательств. Если в соответствии со сложившейся в отрасли практикой банковское финансирование товарно-материальных запасов под их залог или использование кредитов на финансирование оборотного капитала является принятой нормой, то проценты на такие кредиты к сумме доходов не прибавляются.

- К сумме объявленных доходов до уплаты налогов необходимо прибавить издержки, связанные с амортизацией и износом активов. Данный вид корректировки используется только в рамках Метода мультипликатора дискреционных доходов. При расчете мультипликаторов, используемых для преобразования дискреционных доходов в стоимость, в том числе учитывается и необходимость замены капитальных активов.
- К сумме объявленных доходов до уплаты налога необходимо прибавить общую сумму заработка и компенсаций, выплаченных одному владельцу-управляющему, после корректировки общей суммы заработка и компенсаций, выплаченных другим владельцам, с целью приведения ее к рыночной стоимости. Это еще один вид корректировки, который производится только при использовании Метода мультипликатора дискреционных доходов. Выбор мультипликатора дискреционных доходов подразумевает необходимость учета размера заработка и компенсаций, выплачиваемых владельцу или управляющему.

В Таблице 17.2 приводится пример корректировки для получения нормализованной величины доходов.

Этап 4: Определите поток дискреционных доходов, наиболее точно отражающий величину будущих доходов

Метод мультипликатора дискреционных доходов основан на использовании данных о доходах на основе одного периода, что означает, что для определения стоимости используется показатель доходов за один промежуток времени, в отличие от Метода дисконтированного денежного потока, в соответствии с которым стоимость определяется с использованием величины доходов за несколько периодов. Существует несколько процедур, применяемых при выборе величины, используемой в качестве «заменителя» показателя будущих дискреционных доходов. Наиболее распространенной ошибкой при

Таблица 17.1 Реконструированный баланс.

РЕСТОРАН «CAMINO REAL»

Статья	Балансовая стоимость в соответствии с отчетом по состоянию на 12/31/95	%	Балансовая стоимость в соответствии с отчетом по состоянию на 12/31/96	%	Балансовая стоимость в соответствии с отчетом по состоянию на 12/31/97	%	Балансовая стоимость в соответствии с отчетом по состоянию на 3/31/98	%	Корректировка 3/31/98	Установленная рыночная стоимость 3/31/98	%
ЛИКВИДНЫЕ АКТИВЫ											
Наличные средства и эквиваленты	\$22 276	9,2%	\$10 883	7,6%	\$71 583	21,7%	\$83 928	26,4%	-\$10 000	\$83 928	24,0%
Дебиторская задолженность - чистая	\$4 345	1,8%	\$21 122	8,1%	\$541	0,2%	\$1 784	0,6%	\$0	\$1 784	0,8%
Дебиторская задолженность - сотрудники	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$1 839	0,6%	\$0	\$1 839	0,8%
Депозиты	\$2 785	1,2%	\$9 028	3,6%	\$9 031	2,7%	\$9 031	2,8%	\$0	\$9 031	4,0%
Общая сумма ликвидных активов	\$29 406	12,2%	\$50 208	19,2%	\$81 155	24,6%	\$96 583	30,3%	-\$10 000	\$86 583	29,7%
ОПЕРАЦИОННЫЕ ОСНОВНЫЕ СРЕДСТВА											
Товарно-материальные запасы	\$4 174	1,7%	\$3 682	1,4%	\$4 331	1,3%	\$4 331	1,4%	\$0	\$4 331	1,9%
Наличные запасы сырья и материалов	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$1 000	\$1 000	0,4%
Мебель, приспособления и оборудование	\$50 000	20,7%	\$50 000	19,1%	\$83 985	25,5%	\$82 683	19,7%	\$22 317	\$85 000	37,9%
Общая сумма операционных активов	\$54 174	22,4%	\$53 682	20,5%	\$88 296	26,8%	\$87 014	21,1%	\$22 317	\$90 331	40,3%
НЕОПЕРАЦИОННЫЕ АКТИВЫ											
Нематериальные активы - чистые	\$150 300	62,3%	\$147 404	58,1%	\$145 412	44,1%	\$144 932	45,5%	-\$144 932	\$0	0,0%
Улучшения и арендованное имущество - чистая сумма	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$22 182	6,7%	\$21 748	6,8%	\$21 748	\$0	0,0%
Депозитные сертификаты	\$7 500	3,1%	\$33 784	12,9%	\$37 406	11,4%	\$37 406	11,8%	\$0	\$37 406	18,7%
Избыток наличных средств	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$30 000	\$30 000	13,4%
Инвестиции - Mexi,	\$0	0,0%	\$1 207	0,5%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	\$0	0,0%
Общая сумма неоперационных активов	\$157 800	64,0%	\$182 395	69,6%	\$205 000	61,4%	\$204 086	61,4%	-\$136 680	\$67 406	24,0%
ОБЩАЯ СУММА АКТИВОВ	\$241 380	34,6%	\$236 235	40,2%	\$374 451	51,4%	\$367 683	52,4%	-\$143 363	\$224 320	70,0%
ИЗНОС И АМОРТИЗАЦИЯ	\$0	0,0%	-\$24 578	-9,4%	-\$44 875	-13,7%	-\$49 341	-15,5%	\$49 341		
ОБЩАЯ СУММА ЧИСТЫХ АКТИВОВ	\$241 380	34,6%	\$261 660	30,8%	\$329 476	37,8%	\$318 342	35,9%	-\$84 022	\$224 320	70,0%
ТЕКУЩИЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА											
Кредиторская задолженность - расчеты с поставщиками	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$2 445	0,7%	\$2 445	0,8%	\$22 555	\$25 000	11,1%
Налог на заработную плату и выплаты	\$11 133	4,6%	-\$7 573	-2,9%	-\$8 063	-2,4%	-\$10 671	-3,4%	\$0	-\$10 671	-4,8%
Налог на продажи к оплате	\$8 024	2,8%	\$6 214	2,4%	\$8 429	2,8%	\$8 032	2,5%	\$0	\$8 032	3,6%
Общая сумма текущих обязательств	\$17 157	7,1%	-\$1 359	-0,5%	\$2 811	0,8%	-\$194	-0,1%	\$22 555	\$22 381	10,0%
ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА											
Обязательства - акционеры	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$15 000	4,6%	\$15 000	4,7%	-\$15 000	\$0	0,0%
Обязательства - Wells Fargo	\$0	0,0%	\$25 000	9,6%	\$21 745	6,6%	\$20 185	6,3%	\$0	\$20 185	9,0%
Обязательства - GS	\$99 000	41,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	\$0	0,0%
Обязательства - C.D.	\$7 500	3,1%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	0,0%	\$0	\$0	0,0%
Общая сумма долгосрочных обязательств	\$106 500	44,1%	\$25 000	9,6%	\$36 745	11,2%	\$35 185	11,1%	-\$15 000	\$20 185	9,0%
ОБЩАЯ СУММА ОБЯЗАТЕЛЬСТВ	\$123 657	51,2%	\$23 641	9,0%	\$39 556	12,0%	\$34 991	11,0%	\$7 555	\$42 566	19,0%
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ	\$117 723	48,8%	\$238 019	91,0%	\$289 920	88,0%	\$283 351	89,0%	-\$101 577	\$181 774	81,0%
СОБСТВЕННЫЙ КАПИТАЛ И ОБЯЗАТЕЛЬСТВА	\$241 380	100,0%	\$261 660	100,0%	\$329 476	100,0%	\$318 342	100,0%	-\$84 022	\$224 320	100,0%

этом является произвольный выбор в качестве такого заменителя показателя доходов за прошлый год. Аналитику следует изучить показатели дискреционных доходов компании за прошлые периоды с целью выявления определенных тенденций. Если прослеживается большая амплитуда колебаний этого показателя, или если доходы за последние несколько лет неуклонно снижались или росли, можно присвоить каждому рассматриваемому периоду соответствующий весовой коэффициент, исходя из возможности появления таких отклонений или сохранения тенденции в будущем. Показателям за последние годы обычно придается больший вес, поскольку покупатели, как правило, придают большее значение последним результатам; однако аналитик должен определить наиболее вероятный уровень потока будущих доходов и рассчитать взвешенные значения показателей за прошлые периоды соответствующим образом.

Прогнозы будущих доходов на базе показателей за прошлые годы ис-

Таблица 17.1 Нормализованный отчет о доходах.
РЕСТОРАН «CAMINO REAL»

	Налоговая декларация за 5 месяцев по состоянию на 12/31/96	%	Налоговая декларация за 12 месяцев по состоянию на 12/31/96	%	Налоговая декларация за 12 месяцев по состоянию на 12/31/97	%	Финансовый отчет за 3 месяца по состоянию на 03/31/98	%	Прогнозный финансовый отчет за 12 месяцев по состоянию на 12/31/98	%
Валовой доход										
Валовой объем реализации	\$0	0%	\$0	0%	\$1 216 840	100%	\$285 971	100%	\$1 144 000	100%
Реализация продуктов питания	\$341 657	90%	\$778 514	90%	\$0	0%	\$0	0%	\$0	0%
Реализация напитков (спиртные напитки, пиво и вино)	\$37 806	10%	\$88 421	10%	\$0	0%	\$0	0%	\$0	0%
Минус: возвраты товара и скидки	-\$373	-0%	\$873	-0%	\$0	0%	\$0	0%	\$0	0%
Общая сумма операционных доходов	\$378 990	100%	\$866 062	100%	\$1 216 840	100%	\$285 971	100%	\$1 144 000	100%
СЕБЯ СТОИМОСТЬ РЕАЛИЗОВАННОЙ ПРОДУКЦИИ										
Товарно-материальные запасы на начало периода	\$0	0%	\$4 174	0%	\$3 662	0%	\$0	0%	\$0	0%
Зачеутки: Оборудование/запасы	\$7 435	2%	\$0	0%	\$78 362	8%	\$18 080	8%	\$72 300	8%
Мясо и сельскохозяйственная продукция	\$116 263	31%	\$154 904	18%	\$174 184	14%	\$38 681	14%	\$254 600	14%
Сыр	\$0	0%	\$29 641	3%	\$34 510	3%	\$7 686	3%	\$30 700	3%
Баклажки/Напитки	\$0	0%	\$32 078	4%	\$14 484	1%	\$5 402	2%	\$21 800	2%
Тортилы	\$0	0%	\$18 853	2%	\$30 099	2%	\$6 141	2%	\$24 800	2%
Расходы на содержание бара	\$9 828	3%	\$18 963	2%	\$29 930	2%	\$6 428	2%	\$25 700	2%
Расходники в рамках в том. материальных запасов	\$0	0%	\$512	0%	-\$869	-0%	\$0	0%	\$0	0%
Затраты на оплату труда	\$72 193	19%	\$179 771	21%	\$311 835	26%	\$83 475	22%	\$281 900	26%
Налог на прибыль	\$31 195	8%	\$71 846	8%	\$100 720	8%	\$23 382	8%	\$94 700	8%
Минус: Товарно-материальные запасы на конец периода	-\$4 174	-1%	-\$3 862	-0%	\$4 331	-0%	\$0	0%	\$0	0%
Общая себестоимость реализованной продукции	\$232 760	61%	\$506 977	59%	\$772 786	64%	\$189 235	69%	\$706 100	62%
ВАЛЮВЫЙ ПРИБЫЛЬ	\$146 230	39%	\$359 085	41%	\$444 054	38%	\$116 736	41%	\$437 900	38%
ОПЕРАЦИОННЫЕ ИЗДЕРЖКИ										
Компенсация услуг сотр. Сотр. 1	\$26 000	7%	\$78 500	9%	\$122 000	10%	\$24 000	8%	\$104 000	9%
Компенсация услуг сотр. - Сотр. 2	\$18 000	4%	\$23 000	3%	\$26 000	2%	\$8 000	2%	\$0	0%
Заработная плата	\$42 000	11%	\$27 833	4%	\$7 189	1%	\$14 938	6%	\$69 800	6%
Ремонт и техническое обслуживание	\$4 333	1%	\$13 116	2%	\$23 576	2%	\$1 822	1%	\$7 300	1%
Аренда	\$12 300	3%	\$24 643	3%	\$43 288	4%	\$10 500	4%	\$78 000	7%
Налоги и лицензия	\$23 064	6%	\$40 308	5%	\$52 817	4%	\$10 387	4%	\$41 600	4%
Проценты	\$0	0%	\$1 653	0%	\$2 475	0%	\$597	0%	\$2 400	0%
Взносы, сборы, аренда, плата	\$0	0%	\$1 380	0%	\$430	0%	\$278	0%	\$1 600	0%
Износ и амортизация	\$4 968	1%	\$22 528	3%	\$24 753	2%	\$5 280	2%	\$21 100	2%
Расходы на предоставление товаров	\$420	0%	\$3 110	0%	\$7 103	1%	\$3 474	1%	\$13 900	1%
Прочие отчисления										
Банк, плата за пользование кредитной картой компании	\$6 182	1%	\$12 480	1%	\$18 351	2%	\$2 098	1%	\$17 300	2%
Карты: износ/недостатки	\$0	0%	\$1 306	0%	\$0	0%	-\$394	-0%	-\$400	-0%
Расходы на страхование	\$273	0%	\$5 898	1%	\$20 697	2%	\$3 134	1%	\$12 500	1%
Аренда: оборудование	\$0	0%	\$0	0%	\$11 008	1%	\$1 970	1%	\$5 800	1%
Ремонт	\$49	0%	\$344	0%	\$3 454	0%	\$1 500	1%	\$6 000	1%
Транспорт: лизинг/аренда, топливо	\$0	0%	\$0	0%	\$0	0%	\$4 277	1%	\$17 100	1%
Намывание и почтовые расходы	\$1 335	0%	\$2 999	0%	\$6 296	1%	\$825	0%	\$3 300	0%
Гонимости за профессию и консультационные услуги	\$730	0%	\$6 597	1%	\$3 740	0%	\$905	0%	\$3 600	0%
Продукты и материалы	\$0	0%	\$1 311	0%	\$0	0%	\$47	0%	\$209	0%
Взнос	\$0	0%	\$700	0%	\$796	0%	\$338	0%	\$1 400	0%
Лицензия	\$0	0%	\$18 789	2%	\$0	0%	\$0	0%	\$0	0%
Формы/одежда	\$1 244	0%	\$3 378	0%	\$4 573	0%	\$1 083	0%	\$4 600	0%
Коммунальные услуги и телефон	\$7 973	2%	\$22 083	3%	\$38 564	3%	\$8 570	3%	\$39 000	3%
Общая сумма прочих отчислений	\$18 806	4%	\$75 891	9%	\$107 477	9%	\$26 350	9%	\$112 800	10%
Общая сумма расходов	\$146 991	38%	\$321 638	37%	\$417 085	34%	\$104 824	38%	\$442 300	39%
Прочие доходы, расходы	\$28	0%	\$1 254	0%	\$2 652	0%	\$1 500	1%	\$3 000	0%
ОБЪЕДИНЕННАЯ ПРИБЫЛЬ	\$367	0%	\$38 701	4%	\$28 618	2%	\$15 812	5%	-\$1 400	-0%
НОРМАТИВНАЯ										
Нормативная доля сотр. Сотр. 1	\$26 000	7%	\$78 500	9%	\$122 000	10%	\$24 000	8%	\$104 000	9%
Нормативная доля сотр. Сотр. 2	\$18 000	4%	\$23 000	3%	\$26 000	2%	\$8 000	2%	\$0	0%
Затраты на выплату процентов	\$0	0%	\$1 652	0%	\$2 475	0%	\$597	0%	\$2 400	0%
Износ, Амортизация	\$4 968	1%	\$22 528	3%	\$24 753	2%	\$5 280	2%	\$21 100	2%
Штатные расходы: доп. у. ред.	-\$28	-0%	-\$1 254	-0%	-\$2 652	-0%	-\$1 500	-1%	-\$3 000	-0%
Прибыльные/убыточные расходы на аренду	\$12 300	3%	\$24 643	3%	\$43 631	4%	\$10 500	4%	\$78 000	7%
не оплачен: затраты на аренду: рыночная стоимость	-\$67 000	-18%	-\$67 000	-7%	-\$67 000	-6%	-\$14 250	-5%	-\$67 000	-6%
Нормативная: налог на прибыль	\$0	0%	-\$41 800	-5%	-\$41 800	-3%	-\$10 400	-4%	-\$41 800	-4%
Нормативная: прочие: операционные расходы	\$0	0%	-\$48 000	-6%	\$48 000	-4%	-\$12 000	-4%	-\$48 000	-4%
Нормативная: прочие: Валовой объем реализации	\$0	0%	\$420 000	28%	\$240 000	20%	\$60 000	21%	\$240 000	21%
Общая сумма нормативных	\$2 340	1%	\$242 488	28%	\$309 607	25%	\$68 227	21%	\$295 900	26%
доп. отчисления: доп. расходы	\$2 807	1%	\$281 170	32%	\$339 225	28%	\$83 839	29%	\$294 500	26%

пользуются в соответствии с многими методами оценки, поскольку покупатели считают, что стоимость на основе прошлых показателей «принадлежит» продавцу, в то время как покупателю «принадлежит» стоимость, основанная на будущих, еще не реализованных доходах. В Таблице 17.3 приводится методика расчета средневзвешенных показателей доходов компании за прошлые периоды, которые и используются в качестве «заменителя» будущих дискреционных доходов.

Этап 5: Определение мультипликатора

В данном случае мультипликатор представляет собой математический показатель, используемый для преобразования потока доходов за один период в показатель стоимости. Хотя в рамках Метода мультипликатора дискреционных доходов могут быть использованы как мультипликатор, так и ставка капитализации, все же мультипликатор используется более часто, т.к. ставка

Таблица 17.3 Базис будущих доходов

РЕСТОРАН «CAMINO REAL»

ЭТАПЫ ОПРЕДЕЛЕНИЯ БАЗИСА БУДУЩИХ ДОХОДОВ

Этап 1: Определите величину дискреционных доходов за рассматриваемые периоды времени. Величина указанных ниже дискреционных доходов была рассчитана на основе нормализованных отчетов о доходах, приводимых в данной главе.

Этап 2. Определите весовой множитель, который должен быть присвоен каждому прошлому периоду. Весовой множитель дискреционных доходов зависит от того, насколько показательными считает оценщиком показатели того или иного периода с точки зрения будущих доходов. Для этого можно использовать один из ниже перечисленных методов:

- A. Расчет средневзвешенных доходов.
- B. Расчет средневзвешенных доходов с использованием весовых множителей 5, 4, 3, 2, 1.
- C. Возведение весовых множителей в квадрат с целью придания большего веса показателям за последние годы, т.е. 25, 16, 9, 4, 1.
- D. Определение показателя, отражающего степень вероятности получения прогнозируемого объема будущих доходов.

Выбор метода взвешивания зависит от предположений оценщика относительно изменения уровня будущих доходов с учетом смены руководства компании и других факторов риска.

Этап 3: Рассчитайте средневзвешенные дискреционные доходы.

Средневзвешенные дискреционные доходы

Финансовый период	Дискреционные доходы	Весовой множитель	Взвешенное значение
12/31/95	\$2 607	0	\$0
12/31/96	\$281 170	1	\$281 170
12/31/97	\$339 225	4	\$1 356 900
3/31/98 - 3 месяца	\$83 839	0	\$0
12/31/98 - 12 месяцев	\$294 500 Прогноз	9	\$2 650 500
Сумма взвешенных значений		14	\$4 288 570
Будущие дискреционные доходы:			\$306 326

капитализации обычно применяется при расчете на базе других видов потоков дохода, таких как доходы до или после уплаты налогов.

Понятие стоимости подразумевает, что величина стоимости может варьироваться в пределах определенного диапазона, максимальные и минимальные значения которого определяются экономическими факторами и уровнем риска, связанного с инвестициями. Воздействие таких факторов и значение, придаваемое им «желающим заключить сделку покупателем», в значительной мере определяет окончательное заключение о стоимости. Мерой уровня риска служит ряд оценочных коэффициентов или показателей, таких как ставка капитализации, ставка дисконтирования или мультипликаторы. Для определения риска в соответствии с Методом мультипликатора дискреционных доходов используются мультипликаторы, величина которых должна учитывать следующие элементы:

- Обоснованный размер заработка владельца/управляющего.
- Капитальные затраты на замену активов по мере необходимости.
- Рыночную ставку дохода на инвестиции при уровне риска, присущем данному бизнесу.

Величина мультипликаторов, применяемых к дискреционным доходам, варьируется в пределах от 0 до 3. Хотя величина такого мультипликатора, с учетом специфических факторов риска, может составлять менее 1, на самом деле мало кто из владельцев согласится продавать компанию за сумму, составляющую меньше объема дискреционных доходов за 1 год. Если в ходе оценки было установлено, что стоимость компании составляет менее одного годового объема дискреционных доходов, возможно, имеет смысл рассчитать ее стоимость с помощью методов, основанных на оценке материальных активов.

С другой стороны, если величина мультипликатора превышает 3, то в случае приобретения бизнеса по цене, определенной на его основе, владелец не сможет рассчитывать на получение достаточных средств для покрытия обоснованной суммы вознаграждения за свой труд, замены активов и обеспечения доходности капиталовложений. Результаты исследования сведений, содержащихся в различных упомянутых ранее базах данных, свидетельствуют о том, что большинство малых и средних компаний продаются по цене, рассчитанной на основе мультипликаторов в интервале от 1 до 2. Стоимость высокорентабельных предприятий, обладающих значительным объемом активов, может рассчитываться на основе мультипликатора, величина которого близка к 3. Хорошим ориентиром при выборе мультипликатора может послужить напоминание о том, что 1,5 является средним значением 0 и 3. Поэтому если рассматриваемая компания, по Вашему мнению, имеет средние характеристики по сравнению с сопоставимыми компаниями, имеет смысл использовать мультипликатор 1,5. Если результаты анализа инвести-

ционного риска показывают, что риск капиталовложений в оцениваемую компанию превышает средний уровень, необходимо использовать мультипликатор меньше 1,5, но не менее 1. Если же, наоборот, оцениваемая компания имеет показатели выше среднего, величина мультипликатора должна быть выше 1,5, но не более 3.

Выбор мультипликатора, несомненно, является самым трудным этапом процесса применения метода дискреционных доходов. Наиболее распространены следующие способы определения мультипликаторов:

- Использование мультипликаторов, непосредственно рассчитанных на основе данных о реальных сделках купли-продажи контрольных компаний.
- Расчет мультипликаторов на основе анализа факторов риска.

МУЛЬТИПЛИКАТОРЫ, РАССЧИТАННЫЕ НА ОСНОВЕ ДАННЫХ О СДЕЛКАХ С КОНТРОЛЬНЫМИ КОМПАНИЯМИ

При использовании данных о сделках с контрольными компаниями важно брать за основу мультипликаторы, относящиеся к сделкам купли-продажи компаний, сходных с оцениваемой по размеру и уровню инвестиционного риска. Информация по реальным сделкам с компаниями, в частности, содержится в следующих базах данных:

- База данных Института оценщиков бизнеса[3]
- BIZCOMPS [4]
- Pratt's Stats [5]

Прекрасным источником данных о местном или региональном рынке служат посредники, занимающиеся куплей и продажей компаний. К примеру, ассоциация Certified Business Brokers, расположенная в Хьюстоне, штат Техас, имеет базу данных, содержащую сведения более чем о 600 сделках[6].

К числу недостатков этих баз данных относятся:

- Ограниченный объем выборки по многим категориям бизнеса.
- Отсутствие возможности углубленного анализа вследствие ограниченного объема данных.
- Ограничения по использованию, связанные с запретом на упоминание названий компаний и их местонахождения из-за конфиденциальности информации, содержащейся в этих базах данных.
- Эти базы данных содержат информацию, основанную на сведениях об объявленных ценах покупки, которые по большей части были

рассчитаны на базе оценки материальных активов, а не величины дискреционных доходов. Поэтому мультипликаторы, рассчитанные на основе данных о таких сделках, могут ввести в заблуждение. Например, использование данных о продаже получающего минимальную прибыль ресторана, оцененного на базе его активов и приобретенного с целью перестройки его работы для реализации другой концепции ресторанного бизнеса, может дать большую величину мультипликатора доходов, и в то же время быть бессмысленным для определения уплаченной за него цены.

Важно отдавать себе отчет в том, что мультипликаторы, рассчитанные на основе данных о прошлых сделках, не обязательно использовались покупателями при расчете цены покупки. Величина этих мультипликаторов рассчитывается «постфактум» на основе фактической цены покупки и данных о доходах за последний год, и они могут оказаться неприменимыми для расчетов в рамках другой оценки, в которой данные о доходах за последний год не могут служить в качестве «заменителя» показателя будущих доходов.

Несмотря на все эти ограничения, необходимо изучить данные из одного или нескольких вышеуказанных источников с целью поиска информации, которая может быть использована для Вашей оценки. Значения мультипликаторов, рассчитанных на основе данных этих источников, как минимум могут использоваться для проверки адекватности значений мультипликаторов, полученных другими способами. В Таблице 17.4 приводится пример расчета мультипликаторов на основе данных о сделках с контрольными компаниями. На основе этих данных могут быть определены другие оценочные коэффициенты, такие как отношение цены к объему реализации, которое может быть использовано для определения стоимости оцениваемой компании путем расчетов на основе ее объема реализации. Оценочные коэффициенты могут использоваться в рамках всех методов, относящихся к рыночному подходу к оценке.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ МУЛЬТИПЛИКАТОРОВ С УЧЕТОМ ФАКТОРОВ РИСКА

Анализ факторов риска и последующая оценка из значимости методом взвешивания широко используется для расчета мультипликаторов дискреционных доходов. Данная процедура носит более субъективный характер по сравнению с расчетом мультипликаторов на основе данных о реальных сделках, однако ее использование позволяет учитывать факторы риска, которые влияют на величину стоимости. Правильное определение уровня риска ведет к получению значения мультипликатора, в результате использования которого получается величина стоимости, близкая по значению к результатам, получаемым с использованием других методов в рамках доходного подхода.

Таблица 17.5 предназначена для анализа и количественного измерения

Таблица 17.4 Расчет стоимости с использованием оценочных коэффициентов

Частные компании
56 ресторанов и Точек быстрого питания (fast food)

Тип бизнеса	Годовой валовой объем реализации	Годовой доход	Цена продажи	Коэффициенты		Выбранные коэффициенты	
				Цена прода- жи/Валовой объем реализации	Цена прода- жи/Годовой доход	Цена прода- жи/Валовой объем реализации	Цена прода- жи/Годовой доход
Tx Gateway T/Stop	\$1 853 000	\$178 000	\$200 000	0,11	1,14		
Rio's Texas	\$ 977 000	\$ 73 204	\$225 000	0,23	3,07		
Lettuce Souprie U	\$ 987 277	\$107 118	\$320 000	0,33	2,89	0,33	2,99
Alex Patout's Rest	\$ 960 000	\$178 000	\$175 000	0,18	1,00		
Don Bravo's #5	\$ 897 850	\$244 000	\$160 000	0,17	0,81		
Lettuce Surprise U	\$ 818 818	\$ 83 149	\$280 000	0,25	4,59	0,35	
Deja's Texas Bar & Grill	\$ 804 000	\$187 000	\$180 000	0,20	0,86		
Don Bravo's #2	\$ 798 200	\$174 000	\$180 000	0,19	0,88		
Hartz Chicken-Cleveland	\$ 792 891	\$195 246	\$400 000	0,50	2,05	0,50	2,05
The Deli Best	\$ 758 483	\$ 88 872	\$140 000	0,18	1,68		1,58
Pandango's	\$ 753 000	\$118 041	\$ 70 000	0,09	0,59		
Luna's Mexican Restr.	\$ 750 000	\$143 500	\$160 000	0,20	1,03		
Hartz Chicken #131	\$ 684 000	\$147 000	\$320 000	0,47	2,18	0,47	2,18
Wall Street Deli Warrth.	\$ 650 000	\$100 000	\$180 000	0,28	1,80		1,80
Popeye's-Galveston	\$ 618 838	\$ 71 595	\$185 000	0,30	2,68		2,58
Arby's (MRDM, Inc.)	\$ 598 947	\$ 89 806	\$175 000	0,29	1,86		1,96
Hartz Chicken #148	\$ 558 000	\$146 000	\$335 000	0,60	2,29	0,60	2,29
Hartz Chicken #126	\$ 552 503	\$105 982	\$178 307	0,32	1,68	0,32	1,68
Hartz Chicken #143	\$ 550 000	\$171 000	\$375 000	0,68	2,19		2,19
Hurd's Restaurant	\$ 541 000	\$ 94 000	\$ 83 000	0,15	0,88		
Hartz Chicken #126	\$ 540 000	\$ 98 400	\$250 000	0,46	2,54	0,46	2,54
Wall Street Deli	\$ 535 000	\$ 98 000	\$105 000	0,20	1,07		
Popeye's-Tx. City	\$ 508 000	\$ 90 000	\$175 000	0,36	1,94	0,36	1,94
Luna's Mexican Restr.	\$ 504 000	\$ 40 620	\$ 75 000	0,15	1,61		1,51
Lone Star Cafe	\$ 500 000	\$ 83 420	\$130 000	0,26	2,05		2,05
Randall's West End	\$ 497 867	\$ 78 477	\$100 000	0,20	1,27		
Backyard BBQ	\$ 480 000	\$135 000	\$152 500	0,32	1,13	0,32	
Country Kitchen	\$ 480 000	\$187 780	\$125 000	0,28	0,75		
Croissant Brioche	\$ 468 846	\$108 146	\$125 000	0,27	1,16		
Dairy Queen-D/Kahford	\$ 440 000	\$ 70 000	\$ 40 000	0,09	0,67		
Hartz Chicken #123	\$ 442 000	\$ 81 000	\$150 000	0,34	1,85	0,34	1,85
Sensai Tea Room	\$ 433 000	\$ 86 000	\$100 000	0,23	1,18		
Zoly's Restaurant	\$ 430 000	\$ 74 000	\$175 000	0,41	2,38	0,41	2,38
Hartz Chicken #128	\$ 407 000	\$ 86 000	\$185 000	0,48	2,37	0,48	2,27
Wok Express	\$ 380 000	\$ 90 420	\$130 000	0,36	1,44	0,36	1,44
Pop's Pizza	\$ 369 000	\$ 99 852	\$117 500	0,33	1,18	0,33	
English Tea Room	\$ 358 000	\$ 97 300	\$191 700	0,54	1,97	0,54	1,97
Pizza Inn	\$ 357 238	\$ 73 570	\$ 85 000	0,24	1,16		
Wall Street Deli-W/Brook	\$ 350 000	\$100 000	\$ 95 000	0,27	0,96		
R Ope's Burger Joint	\$ 348 000	\$ 55 000	\$125 000	0,37	2,27	0,37	2,27
Read's BBQ	\$ 330 346	\$ 82 376	\$ 90 000	0,27	1,44		1,44
Wahl's Restaurant	\$ 321 000	\$ 38 996	\$ 88 000	0,27	2,20		2,20
Tommy Hamburgers	\$ 278 000	\$ 63 830	\$112 500	0,41	1,77	0,41	1,77
The Bake Shoppe	\$ 273 515	\$ 57 780	\$ 95 000	0,35	1,84	0,35	1,84
Thomas BBQ	\$ 270 000	\$ 68 000	\$ 80 000	0,30	1,16		
Cafe Del Rio	\$ 252 000	\$ 71 136	\$ 80 000	0,24	0,84		
Doyler's Deli	\$ 240 000	\$ 59 180	\$ 95 000	0,40	1,81	0,40	1,81
Mary's A-1 BBQ	\$ 240 000	\$ 60 000	\$ 50 000	0,21	0,83		
Kentford's BBQ	\$ 240 000	\$ 65 292	\$ 90 000	0,38	1,38	0,38	
Le Croissant French Bakery	\$ 240 000	\$ 28 000	\$ 85 000	0,35	3,04	0,35	
Out To Lunch	\$ 228 000	\$120 000	\$ 70 000	0,31	0,58		
Riverway Deli	\$ 228 000	\$114 700	\$155 000	0,68	1,35		
Houston City Deli	\$ 220 000	\$ 85 000	\$160 000	0,73	2,48		2,48
Southwell's Hamburgers	\$ 218 000	\$ 45 000	\$ 60 000	0,28	1,33		
Shanley's Cafe	\$ 204 000	\$ 30 000	\$ 50 000	0,25	1,87		1,67
Logan Farms Sandw. Shop	\$ 200 000	\$ 28 000	\$ 42 000	0,21	1,50		1,50
Средний высокий показатель:	\$3 853 000	\$244 000	\$400 000	0,73	4,59	0,60	2,98
Средний низкий показатель:	\$ 200 000	\$ 28 000	\$ 40 000	0,09	0,67	0,32	1,44
Среднее значение:	\$ 511 850	\$ 97 344	\$147 955	0,31	1,83	0,40	1,98
Максимум:	\$ 468 273	\$ 88 189	\$130 000	0,28	1,51	0,37	1,96
Стандартное отклонение:				0,14	0,76	0,08	0,39
Коэффициент вариации:				0,45	0,47	0,19	0,19

Определение стоимости с использованием оценочных коэффициентов: частные компании

	Расчет с использованием отношения цены продажи к валовому объему реализации	Расчет с использованием отношения цены продажи к доходу
Годовой объем реализации за 1997 г. (объявленный)		
Объем реализации + 240000 долл.	\$ 1 458 840	
Годовой объем дохода		\$ 308 326
Выбранный коэффициент	0,37	1,96
Стоимость	\$ 536 603	\$ 601 222
Плюс: Чистый оборотный капитал	\$ 44 222	\$ 44 222
Плюс: Неоперационные активы	\$ 87 406	\$ 87 406
Общая стоимость: стоимость всех материальных и нематериальных вытрав	\$ 647 231	\$ 712 850
Минус: Долгосрочные обязательства	- \$ 20 185	- \$ 20 185
Обоснованная рыночная стоимость чистого собственного капитала	\$ 627 046	\$ 692 665
Округленно:	\$ 627 000	\$ 693 000

Таблица 17.5 Аналитическая таблица оценивания

Диапазон значений	Описание	Выбранный мультипликатор	Вес	Взвешенное значение
СТАБИЛЬНОСТЬ ДОХОДОВ В ПРОШЛЫЕ ПЕРИОДЫ		2,00	10	20,00
1-1-0	Маргинальные, непостоянные и/или существующие менее 3 лет			
1-1-2,0	Непостоянные или стабильные, но на уровне, не превышающем отраслевую норму			
2-1-3,0	Стабильные, выше отраслевой нормы и существующие не менее 5 лет			
ТЕМПЫ РОСТА КОМПАНИИ И ОТРАСЛИ		2,00	9	18,00
1-1-0	Отсутствие роста, снижение темпов роста или темпы роста ниже отраслевой нормы			
1-1-2,0	Отсутствие роста, низкие темпы роста или темпы роста на уровне отраслевой нормы			
2-1-3,0	Быстрые темпы роста и темпы роста выше отраслевой нормы			
ТИП БИЗНЕСА		1,75	8	14,00
1-1-0	Предприятия сферы обслуживания с небольшим объемом активов			
1-1-2,0	Предприятия сферы обслуживания или розничной торговли со значительным объемом активов			
2-1-3,0	Оптовая торговля, дистрибуция или производственные предприятия			
МЕСТОРАСПОЛОЖЕНИЕ И ИНФРАСТРУКТУРА		2,00	7	14,00
1-1-0	Плохое месторасположение, окружение и/или инфраструктура			
1-1-2,0	Хорошее месторасположение, окружение и инфраструктура			
2-1-3,0	Месторасположение и/или инфраструктура выше среднего			
СТАБИЛЬНОСТЬ И КВАЛИФИКАЦИЯ ПЕРСОНАЛА		2,00	6	12,00
1-1-0	Высокая текучесть кадров и/или низкая квалификация персонала			
1-1-2,0	Текучесть кадров ниже или на уровне отраслевой нормы и высокая квалификация персонала			
2-1-3,0	Стабильность кадров, квалифицированный персонал, стимулирование труда сотрудников			
КОНКУРЕНЦИЯ		1,75	5	8,75
1-1-0	Рынок с высоким уровнем конкуренции и/или нестабильный рынок			
1-1-2,0	Здоровая конкуренция и/или стабильный рынок			
2-1-3,0	Низкий уровень конкуренции и/или невысокие начальные затраты			
ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПРОДУКЦИИ, УСЛУГ И ГЕОГРАФИИ РЫНКА		1,75	4	7,00
1-1-0	Ограниченный ассортимент продукции, услуг и/или ограниченный рынок сбыта			
1-1-2,0	Диверсификация продукции, услуг и/или рынков сбыта			
2-1-3,0	Диверсификация рынка в национальном или международном масштабе			
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ И ВОЗМОЖНОСТЬ ПРОДАЖИ		2,25	3	6,75
1-1-0	Ограниченное число покупателей и/или невысокая маржинальность бизнеса данного типа			
1-1-2,0	Распознаваемый бизнес с многообещающими перспективами			
2-1-3,0	Множество покупателей, сложная эксплуатация и высокие маржинальности бизнеса данного типа			
РАЗВИТОСТЬ СТРУКТУРЫ УПРАВЛЕНИЯ		2,25	2	4,50
1-1-0	Владелец/управляющий - отсутствие других уровней управления			
1-1-2,0	Наличие более одного уровня контроля			
2-1-3,0	Наличие многоуровневой системы управления, квалифицированного управленческого персонала и среднего звена руководства			
УСЛОВИЯ ПРОДАЖИ		3,00	1	3,00
1-1-0	Продажи на условиях 100% оплаты наличными; ограниченный объем заемного капитала			
1-1-2,0	Продажи на нормальных рыночных условиях			
2-1-3,0	Продажи на нормальных или лучших условиях по сравнению с рыночными			

факторов риска. В ней приводятся мультипликаторы в интервале от 0 до 3, которые затем взвешиваются в зависимости от степени их важности, в результате чего получается значение мультипликатора, который можно ис-

пользовать для расчета стоимости оцениваемой компании на основе ее дискреционных доходов.

При использовании данной таблицы аналитику следует помнить о том, что хотя процесс выбора мультипликатора, на первый взгляд, кажется достаточно механическим и субъективным, окончательное заключение о стоимости должно быть основано на суждении, удовлетворяющем критериям здравого смысла. Данная таблица предназначена исключительно для того, чтобы представить в сводной форме выводы аналитика относительно количественного выражения факторов риска.

Этап 6: Рассчитайте капитализированную стоимость путем умножения величины дискреционных доходов, определенной на этапе 4, на мультипликатор, рассчитанный на этапе 5

Величина стоимости, определенной на данном этапе, представляет собой капитализированную стоимость компании, включающую стоимость материальных и нематериальных операционных активов, необходимых для производства дискреционных доходов. Данная стоимость включает стоимость станков, оборудования, сырья, материалов, улучшений в арендованных помещениях, нормализованных товарно-материальных запасов и нематериальных активов. В таблице 17.6 приводится пример расчета стоимости бизнеса, производимый путем умножения дискреционных доходов на соответствующий мультипликатор.

Этап 7: Определите стоимость чистых ликвидных активов, неоперационных активов и/или избыточных активов, затем прибавьте их стоимость к капитализированной стоимости, рассчитанной на этапе 6

Если в соответствии с заданием на оценку необходимо определение стоимости всего предприятия, показатель стоимости, определенной на этапе 6, должен быть скорректирован с учетом стоимости чистых ликвидных активов и неоперационных активов. Для целей применения Метода мультипликатора дискреционных доходов чистые ликвидные активы определяются как «текущие активы (исключая товарно-материальные запасы) за вычетом текущих обязательств (исключая текущую часть долгосрочного долга)».

В случае, если величина имеющихся в наличии текущих активов превышает их объем, необходимый для функционирования бизнеса, чаще всего величина соответствующей избыточной части этих активов перемещается в раздел неоперационных активов нормализованного баланса, которые затем прибавляется к показателю стоимости, рассчитанному на этапе 6. Если же величина имеющихся в наличии текущих активов меньше их объема, необходимого для целей бизнеса, стоимость предприятия должна быть уменьшена на величину такого дефицита по состоянию на дату оценки.

Таблица 17.6 Доходный подход: Метод мультипликатора дискреционных доходов
Ресторан «CAMINO REAL»
По состоянию на 31/03/98

ПОСЛЕДОВАТЕЛЬНОСТЬ ДЕЙСТВИЙ ПРИ ИСПОЛЬЗОВАНИИ МЕТОДА МУЛЬТИПЛИКАТОРА ДИСКРЕЦИОННЫХ ДОХОДОВ

Этап 1	Определите величину будущих дискреционных доходов, основываясь на средневзвешенной величине дискреционных доходов за прошлые периоды
Этап 2	Определите значение мультипликатора, соответствующее уровню экономического риска
Этап 3	Умножьте величину прогнозируемых дискреционных доходов на мультипликатор
Этап 4	Прибавьте стоимость оборотного капитала (текущие активы, исключая товарно-материальные запасы, минус текущие обязательства, исключая текущую часть долгосрочных обязательств)
Этап 5	Прибавьте стоимость неоперационных активов

НОРМАЛИЗОВАННЫЙ ПОКАЗАТЕЛЬ ДИСКРЕЦИОННЫХ ДОХОДОВ \$ 306 326

СВОДНАЯ АНАЛИТИЧЕСКАЯ ТАБЛИЦА ОЦЕНЩИКА

Категории	Выбранный мультипликатор	Весовой множитель	Взвешенные значения
СТАБИЛЬНОСТЬ ДОХОДОВ ЗА ПРОШЛЫЕ ПЕРИОДЫ	2,00	10	20,00
РОСТ КОМПАНИИ И ОТРАСЛИ	2,00	9	18,00
ТИП БИЗНЕСА	1,75	8	14,00
РАСПОЛОЖЕНИЕ И ИНФРАСТРУКТУРА	2,00	7	14,00
СТАБИЛЬНОСТЬ И КВАЛИФИКАЦИЯ ПЕРСОНАЛА	2,00	6	12,00
КОНКУРЕНЦИЯ	1,75	5	8,75
ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ПРОДУКЦИИ И УСЛУГ	1,75	4	7,00
ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ И ВОЗМОЖНОСТЬ ПРОДАЖИ	2,25	3	6,75
РАЗВИТОСТЬ СТРУКТУРЫ УПРАВЛЕНИЯ	2,25	2	4,50
УСЛОВИЯ ПРОДАЖИ	3,00	1	3,00
	Всего	55	108,00
Выбранный взвешенный мультипликатор			1,96

РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ

Капитализированная стоимость (дискреционные доходы x взвешенный мультипликатор)	\$ 601 513
Плюс чистый оборотный капитал	\$ 44 222
Плюс неоперационные активы	\$ 67 406
Общая рыночная стоимость всех материальных и нематериальных активов	\$ 713 141
	Округленно: \$ 713 000
Долгосрочные обязательства	\$ -20 185
Чистая стоимость собственного капитала	\$ 692 815
	Округленно: \$ 693 000

Этап 8: Для определения чистой стоимости собственного капитала необходимо вычесть из величины стоимости, определенной на этапе 7, стоимость долгосрочных долговых обязательств.

Этап 9: Определите стоимость доли участия в акционерном капитале, скорректировав стоимость, полученную на этапе 8, на величину скидки, учитывающей отсутствие права контроля или миноритарный характер участия в капитале компании.

Корреляция полученных показателей стоимости

Таблица 17.7 содержит показатели стоимости, полученные на предыдущих этапах, представленные в обобщенном виде. Стоимость капитализированных доходов включает стоимость операционных активов, но не включает чистые ликвидные активы и долгосрочную задолженность. Многие малые и средние компании при продаже оцениваются на основании данного подхода, что объясняется следующим причинами

- Данный подход позволяет покупателю избавиться от сомнений по поводу возможности получения дебиторской задолженности.
- Покупатель получает возможность дополнительного финансирования
- Продавец освобождается от обязательств по выплате долгосрочной задолженности.
- Продавец освобождается от оплаты брокерской комиссии за реализацию чистых ликвидных активов.

Для целей налогообложения и судебных целей зачастую требуется расчет общей стоимости предприятия и чистой стоимости собственного капитала.

Таблица 17.8 показывает корреляцию показателей стоимости, полученных с помощью всех трех подходов к оценке, и весовые коэффициенты, присвоенные каждому из этих показателей с целью составления окончательного заключения об оценке. Этот способ нельзя считать простым усреднением результатов с помощью математических расчетов — скорее это результат беспристрастного, независимого анализа факторов инвестиционного риска, правильного использования методологии оценки и выработки суждений, основанных на здравом смысле.

Таблица 17.7 Показатели стоимости, рассчитанные на основе Метода мультипликатора дискреционных доходов

Стоимость капитализированных доходов (Включая операционные активы, исключая чистые ликвидные активы и неоперационные активы)	\$ 602 000
Общая стоимость предприятия (Включая операционные активы, чистые ликвидные активы и неоперационные активы)	\$ 713 000
Стоимость чистой собственности (Общая стоимость предприятия за вычетом долгосрочной задолженности)	\$ 693 000

Таблица 17.8 Корреляция и окончательное заключение о стоимости
Мексиканский ресторан "CAMINO REAL"
По состоянию на 31 марта 1998 года

ПОДХОД НА БАЗЕ АКТИВОВ	Весовой процент	Стоимость
Метод балансовой стоимости активов	0%	\$ 283 000
Установленная рыночная стоимость	0%	\$ 182 000
РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД		
Эмпирическое правило для отрасли		
Метод валового объема реализации	0%	\$ 674 000
Метод скорректированного показателя доходов	0%	от \$477 000 до \$624 000
Метод расчета рыночных коэффициентов на базе данных о контрольных компаниях		
Метод отношения цены к объему реализации	0%	\$ 627 000
Метод отношения цены к доходам	0%	\$ 670 000
ДОХОДНЫЙ ПОДХОД		
Метод капитализации доходов	33%	\$ 685 000
Метод мультипликатора дискреционных доходов	34%	\$ 693 000
Метод избыточной прибыли	33%	\$ 655 000
ОКОНЧАТЕЛЬНОЕ ЗАКЛЮЧЕНИЕ О СТОИМОСТИ		
Общая рыночная стоимость чистого собственного капитала компании		\$ 670 890
Обоснованная рыночная стоимость 100 % доли участия в чистом акционерном капитале оцениваемой в компании		\$ 671 000

Заключение

Метод мультипликатора дискреционных доходов, применяемый в рамках доходного подхода к оценке, заключается в определении стоимости путем умножения величины дискреционных доходов за один промежуток времени на соответствующий мультипликатор. При определении значения мультипликатора должна учитываться необходимость получения владельцем определенного заработка, замены активов и обеспечения рентабельности инвестиций при существующем уровне риска, присущем оцениваемому предприя-

тию. Величина дискреционных доходов, используемых в качестве базы расчетов, должна отражать ожидания, связанные с получением будущих выгод в краткосрочной перспективе. Метод мультипликатора дискреционных доходов, при условии проведения беспристрастного анализа факторов инвестиционного риска в сочетании с правильным применением методологии на основе здравого смысла дает возможность получения обоснованного показателя стоимости объекта оценки.

Примечания

1. Шеннон П. Прайт, «Оценка малого бизнеса и профессиональной практики» (Pratt, Shannon P. Valuing Small Businesses and Professional Practices), 2 издание. Burr Ridge, IL: Irwin Professional Publishing, 1993; brutus.transport.com/~shannonp/.
2. International Business Brokers Association, 11250 Roger Bacon Dr., # 8, Reston, VA 22090; 703-437-4377; www.ibba.org.
3. The Institute of Business Appraisers, P.O. Box 1447, Boynton Beach, FL 33435; 407-732-3202; www.instbusapp.org/. База данных содержит сведения о нескольких тысячах сделок, предоставленные посредниками по купле-продаже компаний и членами данной организации. Информация предоставляется только членам Института и лицам, внесшим вклад в пополнение базы данных.
4. BIZCOMPS, P.O. Box 711777, San Diego, CA 92171; 619-457-0366; www.bizcomps.com. База данных содержит информацию более чем по 2500 сделкам. Цена: 95 долл. США за каждое из трех региональных изданий справочника по основным отраслям экономики США; 195 долл. США за полное издание справочника на диске.
5. Pratt's Stats, Business Valuation Resources, 888-BUS-VALU. База данных содержит сведения примерно о 1000 сделок купли-продажи средних компаний. Цена: 295 долл. США за полную базу данных плюс 3 квартальных выпуска с обновлением информации, предлагаемые в печатном виде или на диске.
6. Certified Business Brokers, 10301 Northwest Frwy, # 200, Houston, Texas; 713-680-1200, www.certifiedbb.com.

Доходный подход: метод капитализации доходов

ДЖОН Э. БЕККЕН (JOHN E. BAKKEN)

Капитализация доходов является одним из наиболее часто используемых методов расчета обоснованной рыночной стоимости действующего предприятия. Почему данный метод получил столь широкое распространение? Среди других причин можно назвать следующие весьма веские и разумные основания:

1. Этот метод отличается относительной простотой и доступностью.
2. Применение этого метода основано на простых арифметических расчетах.
3. Данный метод подразумевает использование подхода к оценке на основе расчета показателей на один период (сущность данного подхода описана ниже).
4. Процесс расчетов не требует учета инфляции в прямой форме (инфляция учитывается косвенным или опосредованным образом при расчете ставки для безрисковых инвестиций и других элементов ставки капитализации, как это будет описано далее).
5. Метод понятен как продавцам, так и покупателям, а также владельцам, судьям, юристам, агентам по сделкам купли-продажи компаний и прочим лицам.
6. Этот метод не требует оценки будущих доходов с использованием принципов, которые представляют собой своего рода «воздушные замки»; в конце концов, кто может утверждать, что у него есть некий магический кристалл, который позволяет предсказывать будущее?
7. Данный метод получил признание среди специалистов и зарекомендовал себя в качестве надежного метода оценки. Он включен в программу курсов, организованных двумя ассоциациями профессиональных оценщиков компаний — Американским обществом оцен-

щиков и Институтом оценщиков бизнеса, а также преподается на курсах оценки бизнеса, организованных Американским институтом сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации.

8. Этот метод не требует сравнения объекта оценки с сопоставимыми открытыми компаниями, хотя при наличии таких сопоставимых компаний может оказаться полезным использовать их финансовые отчеты при определении ставки капитализации, применяемой в рамках данного метода оценки.

Прежде чем переходить к вычислениям, необходимо определить два показателя: (1) величину дохода и (2) ставку капитализации. К сожалению, оказывается, что далеко не всегда эти показатели определить очень просто. Однако, цель настоящей главы в том и заключается, чтобы рассказать о методике их расчета.

Читая эту книгу, Вы вновь и вновь сталкиваетесь с определением, которое гласит, что стоимость бизнеса — это цена, которую за него готов заплатить покупатель. Стандартное определение понятия «стоимость бизнеса», содержащееся в Постановлении 59-60 Налогового управления США (1959-2 С.В. 237), звучит следующим образом: стоимость бизнеса — это «цена, по которой данная собственность перешла бы из рук желающего совершить сделку продавца в руки желающего совершить сделку покупателя, при условии, что ни тот, ни другой не испытывают какого-либо принуждения к совершению данной сделки, и обе стороны достаточно хорошо информированы относительно всех обстоятельств, имеющих отношение к предмету сделки».

Исходная формула для вычисления обоснованной рыночной стоимости (FMV) компании с использованием Метода капитализации доходов в обобщенном виде выглядит следующим образом:

$$FMV = \frac{\text{Доходы}}{\text{Ставка капитализации}}$$

В следующих двух разделах речь пойдет о показателях, стоящих в числителе и знаменателе данной дроби, т.е. о доходах и ставке капитализации соответственно.

Доходы

Большинство специалистов, занимающихся оценкой компаний закрытого типа, в т.ч. корпораций, товариществ и компаний, находящихся в единоличной собственности, определяют величину доходов на базе доходов до вычета подоходного налога. Главной причиной выбора этой базы является то, что мелкие компании часто (если не всегда) при исчислении размера облагаемых налогом доходов стремятся минимизировать величину облагаемых налогом доходов как самой компании, так и ее владельца.

Потенциальный покупатель, рассматривающий вопрос приобретения компании, при анализе ее показателей руководствуется теми же соображениями. Впрочем, каждый потенциальный покупатель при рассмотрении вопросов налогообложения руководствуется своими личными, индивидуальными соображениями, основанными на размере его доходов и принадлежащего ему имущества. Поэтому легче выполнить все связанные с оценкой расчеты на основе доходов, т.е. прибыли до вычета налогов, и дать каждому потенциальному покупателю возможность оценить самостоятельно, как цена приобретения, финансирование приобретения и прочие условия продажи скажутся на его налоговых перспективах.

Потенциальный покупатель бизнеса при вычислении доходов приобретаемой компании ориентируется на тот их уровень, который, по всей вероятности, будет в максимальной степени приближен к доходам компании в течение первого года после ее приобретения. Как уже неоднократно отмечалось в этой книге, покупатель готов платить именно за перспективу получения прибыли в будущем. Так какова же реальная перспектива получения доходов по окончании первого года после приобретения компании?

ПРИМЕЧАНИЕ

Прежде чем продолжить чтение, мы советуем ознакомиться с Главой 10 «Корректировка финансовых отчетов», в частности с разделом, посвященным корректировке отчетов о доходах.

Скорректированная сумма доходов до уплаты подоходного налога, после прибавления к ней суммы личных расходов владельца компании, оплаченных компанией, суммы процентов по долгосрочным кредитам (учитывая выплаты как по краткосрочным, так и долгосрочным обязательствам по таким кредитам), а также после требующейся корректировки с учетом избыточных (или недостаточных) сумм заработка владельца, непредвиденных убытков и/или других расходов, являющихся необычными для компании, представляет собой те самые «доходы», которые нам потребуются для вычисления стоимости с помощью метода, рассматриваемого в данной главе.

Большинство покупателей согласятся с нашим мнением о том, что последний год зачастую является наиболее показательным с точки зрения будущего компании. При этом мы по сути признаем, что в большинстве случаев каждый год отличается от предыдущего. Поэтому целесообразно использовать среднюю величину показателей за прошлые годы, по возможности, за последние пять лет. Если показатели данной компании подвержены значительным колебаниям или же продолжительность цикла ее бизнеса превышает пять лет, то лучше рассчитывать усредненную величину за период до 10 лет.

Рассмотрим пример. Если бы скорректированные показатели доходов компании ABC Widget Co. соответствовали значениям, указанным в приве-

денной ниже таблице, то среднеарифметическое значение доходов этой компании за последние пять лет равнялось бы 122 029 долл. (результат деления 610 144 на 5).

Годы	Доходы (скорректированные доходы или чистый свободный денежный поток NCFCF)
1998	\$186 426
1997	145 018
1996	116 500
1995	89 200
1994	<u>73 000</u>
	\$610 144

Однако, эта компания ежегодно наращивает свои доходы, демонстрируя устойчивую тенденцию роста. Возможно, потенциальному покупателю стоит предположить, что в течение первого года после приобретения этой компании ее среднегодовой доход будет ближе к 186 тыс., нежели к 122 тыс. долл. И все же при данном уровне достоверности прогноза, с учетом того, что многие компании работают менее успешно в течение первого года после смены собственника, покупатель может прийти к мысли о том, что, возможно, сумма в 186 тыс. долл. менее реалистична.

При использовании некоторых средневзвешенных показателей наибольшее значение придается последнему году, а каждому предшествующему году — все более убывающее значение. Ниже приводится пример расчета средневзвешенных показателей с использованием одного из таких методов:

1998	\$186 426 x 5	\$932 130
1997	145 018 x 4	580 072
1996	116 500 x 3	349 500
1995	89 200 x 2	178 400
1994	73 000 x <u>1</u>	<u>73 000</u>
	15	\$2 113 102

Итак, средневзвешенная величина доходов компании ABC Widget Co. равна 140873 долл. (результат деления 2 113 102 долл. на 15). Эта цифра представляется нам более реалистичной оценкой доходов будущего года.

Некоторые оценщики придают показателям больший удельный вес, возводя множители в квадрат следующим образом:

1998	\$186 426 x 5 ²	\$4 660 650
1997	145 018 x 4 ²	2 320 288
1996	116 500 x 3 ²	1 048 500
1995	89 200 x 2 ²	356 800
1994	73 000 x 1 ²	<u>73 000</u>
	55	\$8 459 238

Эта методология дает результат, при котором текущим показателям придан еще больший удельный вес: результат деления 8 459 238 долл. на 55 равен 153 804 долл.

Если доходы подвержены частым и значительным колебаниям, то среднеарифметическое и средневзвешенное значения могут быть весьма близки, но если доходы имеют устойчивую тенденцию к росту или к снижению, то средневзвешенные значения дают более реалистичные показатели.

Иногда в качестве показателя доходов лучше всего использовать доходы за последний год. Если и продавец, и покупатель считают, что показатели в будущем году должны примерно соответствовать результатам за последний год, то в качестве базы лучше всего использовать показатели за последний год, что, кстати, будет справедливо по отношению и к продавцу, и к покупателю.

Помните, что мы пытаемся определить, или спрогнозировать, наиболее вероятную величину доходов в будущем году. Это и составляет главную идею подхода к оценке на основе расчета показателей на один период, о котором говорилось ранее.

Теперь мы определили числитель дроби из нашего уравнения — или, по меньшей мере, мы имеем выбор из нескольких возможных значений для него. Теперь обратимся к знаменателю.

Ставка капитализации

Ставка капитализации (в том ее значении, в котором она используется в Методе капитализации доходов) и ставка дисконтирования (в том смысле, в котором это понятие используется в главе 19 «Метод дисконтированных будущих доходов») — *не одно и то же*. Однако оба эти показателя отражают предполагаемый уровень инвестиционного риска.

Постановление 59-60 Налогового управления США, упоминаемое в других разделах этой книги, рекомендует оценщикам бизнеса в процессе оценки учитывать данные по всем возможным контрольным компаниям. Со-

поставление доходов публичных компаний до вычета подоходного налога со стоимостью их акций, являющихся предметом торгов на открытом рынке, может послужить для оценщика базисом для определения сложившегося на рынке мнения относительно рискованности инвестиций в предприятия отрасли, к которой принадлежит оцениваемая компания (хотя такое мнение будет справедливо лишь в отношении миноритарного пакета акций, а не компании в целом). (В главе 9, написанной Мэри Маккартер и посвященной использованию рыночных данных, Вы найдете пояснения об использовании подобных данных для расчета надлежащих ставок капитализации, поэтому здесь мы не будем останавливаться на этом вопросе).

В большинстве случаев при оценке корпораций закрытого типа и многих, если не всех, мелких предприятий, найти публичные компании для сопоставления практически невозможно. Что можно предложить в этом случае в качестве альтернативы? Мы предлагаем рассчитывать ставку капитализации с использованием метода, который часто называют «структурным методом» (build-up method). Расчет ставки капитализации структурным методом — это, в сущности, один из способов определения ставки дохода с учетом риска, которая соответствует показателям оцениваемой компании.

Чтобы понять, о чем идет речь, приведем один пример. Рассмотрим приобретение маленького нефтеперерабатывающего завода в одной из стран Ближнего Востока или Северной Африки. Как быстро хотели бы Вы окупить свои инвестиции? Только не смейтесь! Такие инвестиции делаются. Но их рискованность настолько велика, что для того, чтобы такое приобретение себя оправдало, получение прибыли на инвестированный капитал (или возврат капиталовложений) должно быть быстрым. Если Вы хотите вернуть свои деньги в течение одного года, то ставка капитализации будет равна 100%. Если год — слишком долгий срок, и Вы хотите возместить свои расходы в течение шести месяцев, то ставка капитализации составит 200%. Если срок полной окупаемости инвестиций равен двум годам, то ставка капитализации составит 50%, и т.д.

С другой стороны, покупка лицензии на ресторан «Макдональдс» в парке «Дисней Уорлд» может быть настолько безопасным (безрисковым) вариантом вложения капитала, что срок окупаемости инвестиций в 10 лет можно считать приемлемым. В этом случае ставка капитализации будет равна 10%.

Но как нам определить ставку капитализации для компании ABC Widget Co.? Для этого необходимо учесть четыре или пять составляющих.

1. *Первый шаг — определение безрисковой ставки.* Если Вы довольствуетесь 6% или 7% годовых на сумму, вложенную в долгосрочные облигации правительства США и хотите просто загорать на пляже, а не вести бизнес, то Вы сделали правильный выбор, а Ваши инвестиции вполне надежны. Это и есть безрисковая ставка. Узнать ее можно из «The Wall Street Journal». Это будет Вашей отправной точкой.

2. *Второй шаг — определение ставки дохода с учетом риска для инвестиций в публичные компании по сравнению с безрисковой ставкой.* Новые данные в области исследования рисков, основоположниками которых являются профессор Роджер Дж. Ибботсон (Roger G. Ibbotson) и Рекс А. Синкьюфилд (Rex A. Sinquefeld), в настоящее время ежегодно публикуются компанией Ibbotson Associates, Inc. Эти издания, выходящие под названием «Stocks, Bonds, Bills and Inflation» («Акции, облигации, векселя и инфляция»), содержат статистические данные, касающиеся ставки дохода с учетом риска, связанного с приобретением акций мелких компаний, продающихся на открытом рынке, по сравнению с безрисковой ставкой. Основу этих исследований составляют данные о небольших компаниях, составляющих одну пятую общего количества компаний, акции которых котируются на Нью-Йоркской фондовой бирже, а также (после 1982 года) на Американской фондовой бирже, в системе NASDAQ и на внебиржевом рынке.

По состоянию на 1998 г., согласно расчетам Ibbotson Associates на основе доходов до вычета налогов, среднеарифметическое значение надбавки за риск для инвестиций в небольшие открытые компании к безрисковой ставке за двадцатилетний период (с 1977 по 1996 г.), составило примерно 8%. Таким образом, ставка дохода с учетом риска по всей совокупности учитываемых в исследовании акций, при безрисковой ставке, равной примерно 6%, составила в 1998 г. около 14%.

Очевидно, что инвестиции в мелкие компании закрытого типа еще более рискованны. В конце концов, финансовые отчеты публичных компаний должны проходить аудиторскую проверку; эти компании представляют в Комиссию по ценным бумагам и биржам отчеты (по формам 10-Ks и 10-Qs); они являются объектами пристального внимания — результаты деятельности открытых компаний анализируются биржевыми маклерами и сотрудниками служб инвестиционного консалтинга, которые публикуют разнообразные отчеты и заключения, посвященные этому вопросу.

Таким образом, существуют еще три уровня риска: премии за риск инвестиций в малые предприятия, отраслевой риск и риск инвестиций в конкретную компанию.

3. Ибботсон вычислил премию за риск инвестиций в акции небольших предприятий. Ее величина, также рассчитанная на основе информации фондового рынка, показывает, насколько данный риск выше риска вложения денег в акции более крупных компаний. Таким образом, согласно данным текущих публикаций, на этом этапе мы долж-

ны добавить еще 2-2,5 процента к полученной ранее ставке дохода с учетом риска, которая после этого в совокупности составит 16,5%.

4. *При оценке конкретной компании необходимо оценивать риск инвестиций в данную отрасль.* Такой риск может или существовать, или отсутствовать. Если отрасль в основном состоит из публичных компаний, этот риск уже может быть частично учтен в разработанной Ибботсоном надбавке к безрисковой ставке. Однако во многих случаях отрасль состоит из многочисленных мелких компаний закрытого типа, ожесточенно конкурирующих за сегменты одного и того же рынка.

Поскольку величина надбавки к безрисковой ставке (п. 2) рассчитана Ибботсоном на основе источника, охватывающего все отрасли, общее правило требует обязательного вычисления отраслевого риска во всех случаях.

Отраслевой риск может быть выражен количественно в виде дополнительных процентных пунктов, отражающих конкурентоспособность отрасли, показатели товарооборота, количество банкротств, капиталоемкость или трудоемкость, наличие государственного контроля или регулирования, подверженность сезонным колебаниям и циклическим факторам, зависимость от погодных условий, степень активности профсоюзов и другие факторы. Разумеется, величина надбавки, отражающей отраслевой риск, отчасти носит субъективный характер. Однако потенциальный покупатель согласится с тем, что подобный риск существует и что его количественное выражение необходимо для определения совокупной ставки дохода с учетом всех факторов риска.

Существует ряд источников, которые могут дать информацию о том, как различные отрасли соотносятся друг с другом по степени риска. Общее представление об этом дают исследования компании Value Line и Dun and Bradstreet.

Отраслевой риск для компании ABC Widget Co., рассчитанный на основе тщательно документированного анализа, выполненного оценщиком, может составлять 4%. Теперь мы вышли на совокупную ставку дохода с учетом всех факторов риска, или ставку капитализации, которая равна 20,5%, однако нам предстоит рассмотреть еще одну составляющую.

5. *Риск, специфичный для конкретной компании, — это сегмент риска, который сопряжен исключительно с конкретной оцениваемой компанией.* Потенциальные покупатели или оценщики-аналитики составляют свой собственный перечень рисков, связанных с приобретением оцениваемой компании.

В этот перечень включаются такие факторы, как период су-

ществования компании, развитость ее системы управления, продолжительность работы персонала в компании/текучесть кадров, недостаточность оборотного капитала и/или акционерного капитала, ограниченность рынка сбыта или ограниченное число потребителей (или один из этих двух показателей), уровень конкуренции в области производства данного вида продукции или услуг, финансовые показатели деятельности компании по сравнению с аналогичными показателями сопоставимых компаний (см. описание исследований, издаваемых Robert Morris Associates/Financial Research Associates, Dun & Bradstreet и т.д., приведенное в других разделах этой книги), проблемы с поставщиками, отсутствие связей с банками и/или возможности получения кредитов, несоблюдение графика технического обслуживания оборудования, технологическое устаревание оборудования, ограниченность ассортимента выпускаемых товаров и т.д.

Доля рисков, специфичных для конкретной компании, зачастую составляет 10 — 20 процентов совокупного риска.

В нашем случае специалист, выполняющий оценку компании ABC Widget Co., (или ее потенциальный покупатель) после скрупулезного исследования и анализа всех факторов принял решение о том, что риск, специфичный для данной компании, составляет 15%. В итоге мы получим следующий показатель:

Безрисковая ставка	6,0%
Надбавка за риск инвестиций в акции публичных компаний к безрисковой ставке	8,0%
Премия за риск инвестиций в акции небольших компаний	2,5%
Отраслевой риск	4,0%
Риск, специфичный для конкретной компании	<u>15,0%</u>
Величина совокупного фактора риска	35,5%

Величина совокупного риска *как раз и является* ставкой дисконтирования. Об этой ставке пойдет речь в следующей главе, написанной Греггом Гилбертом.

Для того, чтобы получить ставку капитализации, нам необходимо учесть ожидаемый в будущем рост компании. Потенциал роста компании является жизненно важным вопросом для будущего покупателя. Поскольку мы используем прогноз доходов на один период, для получения ставки капитализации доходов за этот период мы должны рассчитать ожидаемый темп роста в долгосрочной перспективе и вычесть этот показатель из ставки дисконтирования.

Рост компании ABC Widget за последние пять лет составил примерно

20-30 процентов. Данные тщательного анализа, выполненного оценщиком, говорят о том, что темп долгосрочного роста компании за период в 20 — 40 лет и более с учетом инфляции в среднем должны составить 5%. Таким образом, для получения ставки капитализации мы должны вычесть из ставки дисконтирования 5% [1]

В результате ставка капитализации, вычисленная нами для ABC Widget Co., составит 30,5%. Для простоты расчетов округлим ее до 30%

Заключение

При определении стоимости бизнеса зачастую может помочь расчет некоторых показателей. Так, обоснованную рыночную стоимость можно вычислить путем деления средневзвешенного показателя доходов, среднеарифметического значения доходов и величины доходов за последний год на ставку капитализации. Для ABC Widget Co. результаты этих действий (округленно, при делении на ставку капитализации, равную 30%), составят:

Используя	Стоимость
Средневзвешенное значение за 5 лет	\$473 000
Средневзвешенное значение за 5 лет, полученное при возведении весового множителя в квадрат	513 000
Среднеарифметическое значение	407 000
Показатель за последний год	620 000

При вышеуказанных обстоятельствах наиболее реалистичной представляется стоимость, равная 473 тыс. долл. Однако если бы я выступал в роли покупателя, то я, возможно, начал бы переговоры о покупке с предложения продать компанию за 407 тыс. долл. А если бы я выступал в роли продавца, то, возможно, я начал бы торг с 620 тыс. долл. Но и в том, и в другом случае я бы знал, что реальная сумма, на которой я готов остановиться, составляет 473 тыс. долл.

Аналогичным образом, если оценка производится в рамках бракоразводного процесса, другой судебной тяжбы или с какими-то иными целями, 473 тыс. долл. составляют, скорее всего, самую подходящую сумму.

Наконец, для оценщика, покупателя, продавца или иного лица, занимающегося определением стоимости, исключительно важно приложить максимум усилий для расчета надлежащей величины доходов и определения наиболее подходящих и реалистичных составляющих ставки капитализации. Только при этом условии можно получить величину обоснованной рыночной стоимости.

Очевидно, что при использовании Метода капитализации доходов критическое значение имеет определение понятия «доходы». Как отмечено вы-

ше, следует помнить о том, что эти «доходы» являются суммой доходов до вычета подоходного налога. При использовании данного метода рассчитанный показатель стоимости включает в себя все операционные активы и нормализованную величину оборотного капитала. Для получения окончательной стоимости к показателю стоимости, полученному с помощью данного метода, должна быть прибавлена величина избытка или дефицита оборотного капитала и всех неоперационных активов.

Если руководство компании на протяжении нескольких лет составляло годовые бюджеты, проводило сопоставление результатов деятельности компании с плановыми показателями и должным образом пересматривало проекты будущих планов с учетом результатов такого сопоставления, то описанный в следующей главе Метод дисконтированного будущего денежного потока может оказаться наилучшим способом оценки стоимости. В противном случае следует прибегнуть к вычислению доходов согласно приведенной в данной главе методике и произвести все другие действия, необходимые для получения конечного результата для оценки стоимости с помощью Метода капитализации доходов. Для проводимой Вами оценки также могут оказаться подходящими и другие методы, описанные в других разделах этой книги, поэтому Вам следует проверить, насколько они применимы для Вашего конкретного случая.

Примечания

1. Читателям, желающим подробнее ознакомиться с математическими расчетами для определения ставок дисконтирования и капитализации, следует обратиться к многочисленным учебникам по финансам или к статье, опубликованной в журнале *Business Valuation Review*, декабрь 1990 г., стр. 108-113.

Доходный подход: Метод дисконтированных будущих доходов

ГРЕГОРИ А. ГИЛБЕРТ (GREGORY A. GILBERT)

За семь лет, прошедших с момента публикации данной главы в первоначальном варианте, теория, лежащая в основе методики дисконтирования будущего дохода, не претерпела сколько-нибудь существенных изменений. Однако в некоторых областях, имеющих отношение к описанному в данной главе Методу дисконтированных будущих доходов, наблюдается значительный прогресс. На сегодняшний день для вычисления ставок дисконтирования существует большее количество источников рыночных данных. Более подробно изучены различные аспекты расчета ставки дисконтирования с учетом некоторых ее составляющих, в частности, премии за риск инвестиций в мелкие компании.

Наконец, за семь лет произошло существенное падение процентных ставок на рынке облигаций, а на фондовом рынке наблюдался постоянный рост цен на акции. Какое влияние оказывают эти изменения на применение Метода дисконтированных будущих доходов?

Одним из ключевых параметров, необходимых для получения стоимостной оценки в рамках доходного подхода, является определение ставки дисконтирования (и тесно взаимосвязанной с ней ставки капитализации). В поисках данных, которые могут послужить в качестве основы для расчета ставок дисконтирования и капитализации, оценщики обращаются к рынку. Изменение рыночных показателей этих ставок за семилетний период весьма наглядно. За период с 31 декабря 1990 г. по 30 июня 1998 г. процент по долгосрочным облигациям правительства США упал с 8,3 до 5,8%. Это падение процентных ставок при прочих равных условиях вызвало падение ставок дисконтирования (и ставок капитализации) на 2,5 процента, что привело к значительному росту показателей стоимости. Для того, чтобы пояснить эту ситуацию на простом примере, заметим, что капитализация дохода в размере 1 000 000 долл. по ставке 15% дает расчетную стоимость, равную 6 667 000 долл. Если ставку капитализации снизить на 2,5% до 12,5%, то расчет-

ная стоимость возрастет до 8 млн долл. Это увеличение расчетной стоимости прямо связано с произошедшим за тот же период ростом фондового рынка. Как обычная, так и финансовая пресса постоянно сообщают, что рынок достиг самых высоких значений за всю историю, из чего следует, что сегодня инвесторы должны действовать иным, в большей степени спекулятивным образом. Вопрос о том, что вызвало это изменение в фундаментальной оценке, остается темой активного обсуждения.

Некоторые из фактов вполне объяснимы. Во-первых, необходимо понять, что суть проблемы не сводится к росту доходов. Поскольку доходы за рассматриваемый период увеличились, можно предположить, что цены на акции возросли параллельно с ростом доходов. (Согласно оценке Standard & Poor's по состоянию на 31 декабря 1990 г., прогноз доходов на акцию на 1991 г. для компаний, входящих в список S&P, составлял 28,47 пунктов, а по оценке этой же фирмы по состоянию на 5 августа 1998 г. расчетная величина доходов на акцию этих же компаний за 1998 г. составляла 47,14). Суть проблемы заключается в ставках капитализации/дисконтирования, применяемых инвесторами для этих доходов. Изменился ли подход инвесторов к оценке факторов риска, в результате чего они снизили ставки капитализации, что отражает возросшую толерантность к риску? На 31 декабря 1990 г. цены на акции компаний, на основе которых рассчитывается фондовый индекс S&P 500, определялись из расчета коэффициента «цена/доход» (P/E), равного 11,65 (что эквивалентно ставке капитализации, равной 8,6%). На 30 июня 1998 г. коэффициент P/E для того же индекса составлял 18,80 (что эквивалентно ставке капитализации, равной 5,3%). Короче говоря, ставка капитализации упала на 3,3 процента.

Из величины общего снижения этого показателя снижение на 2,5 процента обусловлено падением процентной ставки по долгосрочным облигациям правительства США — и только 0,8 процента связано с другими факторами, интересующими фондовый рынок. Таким образом, рост фондового рынка по большей части обусловлен падением процентной ставки по долгосрочным правительственным облигациям, а не неизвестными спекулятивными факторами. Важно отметить два момента. Во-первых, инвесторам и оценщикам следует понять, что указанное выше соотношение является одним из главных связующих звеньев для показателей стоимости, получаемых в рамках как доходного, так и рыночного подхода, что определяет сходство результатов оценки с использованием этих двух подходов. Во-вторых, аналитикам фондового рынка надо отдавать себе отчет в том, что этот фактор является одной из главных причин, по которым рынок начинает падать всякий раз после того, как г-н Гринспен высказывает предположение, что Федеральная резервная система может повысить процентную ставку. Снижение процентных ставок вызывает увеличение стоимости акций (т.е. рост фондового рынка), тогда как повышение процентных ставок приводит к противоположному эффекту: стоимость акций снижается (т.е. происходит паде-

ние фондового рынка) Постоянно имея в виду этот фактор, мы можем исследовать соответствующие изменения в показателях на основе различных источников, отслеживающих ситуацию на фондовом рынке, и определить, как эти изменения влияют на расчет ставки дисконтирования Самая известная база данных, созданная компанией Ibbotson & Associates, содержит данные за период с 1926 г по последний календарный год, которым на момент написания данной работы является 1997 г Эта база данных содержит следующие средние показатели доходности акций за периоды с 1926 по 1990 гг и с 1926 по 1997 гг

	Среднеарифметическая Доходность	
	1926 — 1990	1926 — 1997
Доходность по всем обыкновенным акциям	12,2	13,0
Минус доходность по долгосрочным правительственным облигациям	<u>4,9</u>	<u>5,6</u>
Равно Премия за риск для инвестиций в обыкновенные акции	7,3	7,4
Доходность по обыкновенным акциям мелких компаний	17,1	17,7
Минус доходность по всем обыкновенным акциям	<u>12,2</u>	<u>13,0</u>
Равно Премия за риск для инвестиций в акции мелких компаний	4,9	4,7

Первый вывод, который можно сделать на основе изучения показателей, заключается в том, за эти два продолжительные периода времени среднеарифметическая доходность по всем акциям, акциям мелких компаний и по облигациям возросла Увеличение доходности по акциям — как по всем акциям, так и по акциям мелких компаний, соответствует ожидаемому результату, исходя из снижения процентной ставки, прироста доходов и соответствующего роста фондового рынка Однако это увеличение доходности гораздо меньше отмеченного ранее увеличения на 2,5 процентных пункта, поскольку показатели доходности за период с 1990 по 1997 гг усреднены с показателями за период с 1926 по 1990 гг, и добавление показателей за семь лет к данным за период продолжительностью почти 64 года не дает существенного увеличения

Эти статистические данные удивляют тем, что доходность по долгосрочным облигациям правительства США не снизилась, как можно было ожидать, приняв во внимание снижение ставки процента за период с 1990 по 1997 гг, а в среднем за период с 1926 по 1997 гг возросла. Этот результат объясняется двумя обстоятельствами

Во-первых, в 1990-1997 гг процентная ставка (и, соответственно, доходность по долгосрочным облигациям) находилась на относительно высоком уровне, если сравнивать ее с уровнем процентных ставок за период с 1926 по 1990 г. Даже если ставка процента в 1990-1997 гг. снижалась, то в среднем она все равно оставалась выше ее среднего значения в 1926-1990 гг. Во-вторых, по мере снижения ставки процента, цены на долгосрочные облигации росли, и этот рост увеличивал совокупную доходность по облигациям — точно так же, как при росте фондового рынка увеличивается совокупная доходность по акциям. Для нашей оценки премий за риск для инвестиций в обыкновенные акции и в акции мелких компаний важно отметить, что размер этих премий практически не изменился за оба периода. Средний размер премии за риск для инвестиций в обыкновенные акции за период с 1926 по 1990 гг. составил 7,3%, а за период с 1926 по 1997 гг. — 7,4%.

Подобным образом, средний размер премии за риск для инвестиций в обыкновенные акции мелких компаний за период с 1926 по 1990 г составил 4,9%, а за более длительный период (по 1997 г.), — 4,7%. Таким образом, если аналитик считает, что для расчета средней доходности и размера двух премий, о которых шла речь, подходит весь период с 1926 по 1997 гг., то его может обнадежить тот факт, что за последние семь лет размер этих двух премий не слишком изменился. Короче говоря, хотя ставка по долгосрочным правительственным облигациям снизилась на 2,5 процента, что вызвало увеличение стоимости, в то же время размер премий, также входящих в состав ставки дисконтирования, существенно не изменился, в результате чего не произошло и существенного увеличения или снижения стоимости. По всей видимости, базисные переменные, которыми руководствуются инвесторы при определении стоимости, существенно не изменились.

Существует ряд исследований, посвященных изучению различий в уровне доходности на основе очень широкого рыночного индекса «всех акций» и различных индексов акций небольших компаний. Все эти исследования в целом демонстрируют, что чем меньше компания (при этом размер компании определяется по совокупной рыночной стоимости всех ее выпущенных в обращение акций), тем выше средняя доходность от акций такой компании для инвестора. В большинстве проведенных исследований вся совокупность акций, учтенных в индексе Ибботсона, разделена на десять «портфелей», и таким образом доходность инвестиций за определенный период для каждого из этих портфелей рассматривается по отдельности.

Эти исследования интерпретируют более высокую доходность как показатель более высокого уровня риска, объективно сопряженного с владением мелкими, теоретически менее стабильными компаниями. Однако эти исследования не учитывают влияния на доходность различий в темпах роста между крупными и мелкими компаниями. Для того, чтобы оценить важность этого упущения, предположим, что мелкие компании растут быстрее крупных. Большинство из нас по разным причинам согласится с этим предполо-

жением. До тех пор, пока значение коэффициента P/E для каждой компании на протяжении длительного времени не меняется (или, если говорить в соответствии с терминологией, использованной в этих исследованиях, пока не изменяются взвешенные среднеарифметические значения коэффициента P/E для каждого из десяти портфелей), часть демонстрируемого мелкими компаниями увеличения доходности обусловлена более быстрыми темпами роста их доходов. Более высокие темпы роста доходов мелких компаний могут быть как сопряжены с более высоким риском инвестиций в них, так и нет. До тех пор, пока этот вопрос не будет рассмотрен, оценщикам в процессе расчета ставки дисконтирования следует с некоторой осмотрительностью пользоваться данными исследований, посвященных премиям за риск для инвестиций в мелкие компании.

В рамках доходного подхода существует два «рода» методов оценки. К первому из них относится Метод капитализации доходов, который был рассмотрен в предыдущей главе. Ко второму относятся рассматриваемые в данной главе методы дисконтирования. Решение вопросов, какого рода методы и какой именно метод следует использовать в рамках доходного подхода, зависит от степени уверенности, с которой может быть составлен прогноз будущих потоков дохода, от цели оценки и от типа оцениваемой компании. Если оценщик принимает решение использовать метод дисконтирования, ему необходимо определить, какой из видов потоков дохода следует дисконтировать. В этой главе будут рассмотрены некоторые наиболее часто используемые процедуры, которыми надлежит пользоваться при применении данного метода.

Методы оценки путем дисконтирования будущих доходов берут свое начало в теории финансов, которая гласит, что стоимость любого бизнеса — это стоимость всех будущих доходов, на получение которых может рассчитывать владелец данного бизнеса. В целом, существует два типа будущих доходов, имеющих отношение к этим методам оценки: (1) наличные средства, которые покупатель предполагает получать из года в год (сверх справедливого жалованья, получаемого владельцем за его труды); и (2) средства, которые покупатель рассчитывают получить при продаже данного бизнеса. Доходы, получаемые из года в год, можно определять по-разному, хотя существуют четыре наиболее распространенных определения: чистый доход после вычета налогов, чистый доход до вычета налогов, валовой денежный поток (который обычно определяют как денежный поток после уплаты налогов плюс не денежные издержки, такие как износ) и чистый свободный денежный поток (который обычно определяют как валовой денежный поток за вычетом капитальных затрат, плюс (или минус) изменения в величине оборотного капитала и долгосрочной задолженности). Хотя расчеты чистого свободного денежного потока бывают достаточно сложными, все же данный показатель, по всей видимости, является простейшим критерием оценки будущих ежегодных доходов, которым может воспользоваться оценщик в процессе своих расчетов, поскольку этот показатель отражает сумму средств,

которые владелец может постоянно выводить из своего бизнеса и использовать в других целях.

Теория финансов также утверждает, что стоимость доллара сегодня выше, чем стоимость, которую доллар будет иметь завтра. Поразмыслив, мы сочтем это утверждение очевидным, поскольку один доллар, который у Вас есть сегодня, можно инвестировать, и его стоимость возрастет по сравнению с тем долларом, который появится у Вас завтра. Например, если годовая ставка процента составляет 10%, то к концу первого года с момента вложения стоимость инвестированного доллара возрастет до 1,10 доллара, к концу второго года — до 1,21 доллара и т. д. Если рассматривать эту ситуацию с точки зрения сегодняшнего дня, то один доллар, который будет получен через два года при ставке процента, равной 10%, стоит сегодня всего лишь 0,826 доллара ($1,00/1,21 = 0,826$). Этот процесс приведения завтрашней стоимости к сегодняшней (или приведения будущей стоимости к текущей) называют дисконтированием для приведения к текущей стоимости. Такое дисконтирование служит инструментом, позволяющим нам рассчитать текущую стоимость потока будущих доходов.

Простой пример

Легко заметить, что в методе дисконтирования будущих доходов есть три ключевые переменные: (1) соответствующая процентная ставка (называемая ставкой дисконтирования), (2) будущий период, за который будет получен доход, и (3) величина дохода. Математические действия, производимые в процессе дисконтирования, столь же просты. Предположим, например, что: (1) покупатель намеревается владеть данным бизнесом пять лет, а затем продать его; (2) владелец рассчитывает, что сможет получать от данного бизнеса в конце каждого года (после выплаты ему обоснованного вознаграждения за его труды) соответствующие суммы, указанные в Табл. 19.1; и что (3) цена, по которой бизнес будет продан в конце пятого года, предположительно составит 269 тыс. долл. Наконец, предположим, что владелец решает, что для инвестирования в бизнес (при данном уровне риска, присущего данному бизнесу) годовая ставка доходов по инвестициям должна составлять 18%. Теперь можно вычислить сумму, которую будущий владелец должен заплатить за бизнес. Вычисления производятся следующим образом.

Если собственник покупает данный бизнес за 162 тыс. долл. и получает денежные суммы, указанные в таблице, то он имеет коэффициент окупаемости капиталовложений, равный 18%. Это один из примеров применения метода дисконтирования будущих доходов.

Математические вычисления

В обобщенной форме выполняются следующие математические действия:

$$\text{Value} = \frac{\text{Cash}_1}{(1+i)^1} + \frac{\text{Cash}_2}{(1+i)^2} + \frac{\text{Cash}_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{\text{Cash}_n}{(1+i)^n} + \frac{\text{Sale Price}_n}{(1+i)^n}$$

Где Cash_x (Наличные средства) = денежные средства, которые предполагается получить за период x
 i = ставка дисконтирования
 n = кол-во лет, через которое бизнес будет продан
 Sale Price (Цена продажи) = цена продажи в конце периода n .

и, в очень обобщенном виде:

$$\text{Value} = \sum_{j=1}^{j=n} \frac{\text{Cash}_j}{(1+i)^j} + \frac{\text{Sale Price}_n}{(1+i)^n}$$

Где Value (Стоимость) = Текущая стоимость (поток доходов за n лет + цена будущей продажи)

Здесь проницательные читатели должны уже догадаться, что расчеты, с которыми связан данный метод оценки, относительно просты. Но читатели, возможно, поняли и то, что оценить предполагаемую величину ежегодно получаемых наличных средств — нелегкое дело и, как следует из Главы 17, определить надлежащий показатель совокупного риска (ставки дисконтирования) и ставки капитализации также далеко не просто.

Оценка будущих доходов: ежегодный поток

Процесс оценки ожидаемых будущих доходов может быть в такой степени сложным или простым, в какой этого захочет оценщик. К сожалению, зачастую оказывается, что чем проще процесс оценки, тем больше возможная ошибка в результатах.

Подлежащие измерению доходы — это те доходы, которые покупатель рассчитывает получить от эксплуатации предприятия. Доходы (или расходы), непосредственно не связанные с эксплуатацией, исключаются из потока доходов (который т.о. «корректируется»). Активы или пассивы, которые не являются необходимыми для эксплуатации предприятия, выводятся за рамки процесса оценки. Если их надо включить в стоимость предприятия, то их величина прибавляется к стоимости бизнеса или вычитается из нее на заключительном этапе процесса оценки. Если говорить на профессиональном языке оценщиков, то нам необходимо оценить «продленные операционные доходы» компании (в соответствии с пояснениями, приводимыми в главе 10).

Прогнозы доходов обычно составляются не менее чем на три года и не

Табл. 19.1 Пример применения Метода дисконтированных будущих доходов

Исходные данные			
Ежегодные денежные суммы, полученные в	Год 1	\$	5 000
	Год 2	\$	10 000
	Год 3	\$	15 000
	Год 4	\$	20 000
	Год 5	\$	30 000
Цена продажи в конце	Год 5	\$	269 000
Коэффициенты дисконтирования для приведения к текущей стоимости			
Коэффициенты дисконтирования на основе	Год 1 $1,00/1,18$	=	0,8475
18% ставки доходов по инвестициям *	Год 2 $1,00/(1,18 \times 1,18)$	=	0,7182
	Год 3 $1,00/(1,18 \times 1,18 \times 1,18)$	=	0,6086
	Год 4 $1,00/(1,18 \times 1,18 \times 1,18 \times 1,18)$	=	0,5158
	Год 5 $1,00/(1,18 \times 1,18 \times 1,18 \times 1,18 \times 1,18)$	=	0,4371
* Примечание: значения этих показателей легко рассчитать с помощью калькулятора или таблиц «сложных процентов» на текущую стоимость			
Метод дисконтированных будущих доходов			
Поток доходов	Год 1	$5000 \times 0,8475 =$	4 238
	Год 2	$10000 \times 0,7182 =$	7 182
	Год 3	$15000 \times 0,6086 =$	9 129
	Год 4	$20000 \times 0,5158 =$	10 316
	Год 5	$30000 \times 0,4371 =$	13 113
Цена продажи	Год 5	$269000 \times 0,4371 =$	117 580
Совокупная текущая стоимость			\$161 558
Округленно			\$162 000

более чем на 10 лет. Цену продажи бизнеса в денежном выражении следует определять на конец последнего года периода, на который составлен прогноз.

Самый простой процесс оценки может заключаться в составлении прогноза, исходя из предположения о том, что годовые темпы роста объема продаж в течение первых пяти лет с момента оценки (приобретения) бизнеса составят 10%, и что по истечении этих пяти лет бизнес будет продан. Если этот сценарий точно отражает ожидания сторон, то он может полностью оправдать себя, однако реальная картина деятельности большинства компаний не соответствует этому сценарию. Арендные платежи, проценты, счета на оплату коммунальных услуг и т.п. — это постоянные издержки, которые растут иными темпами, чем продажи. Производственные мощности предприятия увеличиваются не параллельно росту продаж, а довольно большими скачками, что подразумевает периоды снижения рентабельности вследствие низкого использования производственных мощностей. Истечение срока старого договора аренды зачастую влечет резкое повышение арендных платежей или, в случае растущего бизнеса, увеличение стоимости аренды одного квадратного метра и потребность в площади, необходимой для продолжения роста. Метод финансирования расширения компании может оказать сильное воздействие на экономические показатели бизнеса, в осо-

бенности на его способность приносить деньги владельцу. Возможно, самое разумное из того, что может сделать оценщик, это: (1) изучить причины, вызывающие увеличение или сокращение объема продаж данного предприятия, и учесть эти факторы в прогнозе объема продаж; (2) изучить прошлые данные о соотношении объема продаж и издержек для того, чтобы убедиться в точности и реалистичности каждой статьи прогнозов, основанных на отчете о прибыли; (3) тщательно изучить величину денежных средств, дебиторской задолженности и товарно-материальных запасов, необходимых для поддержания прогнозируемого уровня продаж; и (4) определить размер земельных участков, зданий и оборудования, необходимых для обеспечения ожидаемого уровня продаж. К этому моменту в распоряжении оценщика уже имеются данные о составляющих элементах всех четырех отмеченных выше потоков доходов, что дает ему возможность приступить к составлению прогноза. Однако сначала рекомендуется провести анализ финансовых коэффициентов и сопоставление с отраслевыми показателями. В процессе этого анализа у оценщика возникнут вопросы, которые позволят ему глубже оценить возможную точность прогнозов. Действительно ли прибыль может увеличиться с 3 до 15%? Действительно ли доходность собственного капитала компании может увеличиться с 10 до 35%? Как будет осуществляться финансирование дополнительных товарно-материальных запасов? И так далее. После того, как прогнозируемые показатели доходов и расходов будут приведены в соответствие с реальными показателями предприятия за прошлые периоды и с ожиданиями, существующими в настоящий момент в отрасли, и будут получены стабильные по времени значения финансовых коэффициентов, сопоставимые с текущими показателями отрасли, ежегодные прогнозы можно считать готовыми для использования в формуле оценки.

Оценка будущих доходов: конечная цена продажи

В приведенном выше простом примере текущая стоимость ожидаемой цены продажи бизнеса через пять лет составляла 72% совокупной оценочной стоимости. Текущая стоимость равнялась 118 тыс. долл., а совокупная оценочная стоимость — 162 тыс. долл. Эта ситуация вполне обычна. Будущая цена продажи, которую часто называют конечной стоимостью, может составлять от 35 до 85% совокупной оценочной стоимости. Разумеется, эту стоимость необходимо рассчитывать самым тщательным образом. Для оценки будущей продажной цены чаще всего используется метод, рассмотренный в предыдущей главе. В некоторых обстоятельствах может оказаться разумным при расчете цены продажи использовать будущую балансовую стоимость или действующее в данной отрасли «эмпирическое правило». Но каким бы образом Вы ни определяли стоимость, она должна быть обоснованной и резонной. Есть два способа проверить обоснованность цены продажи: (1) анализ ожидаемой доходности собственного капитала компании с ис-

пользованием показателя будущих доходов и будущей цены продажи; и (2) анализ соотношения между будущей ценой продажи и рассчитанной текущей стоимостью. Например, имеет ли смысл использовать балансовую стоимость для определения цены продажи, если, согласно прогнозу, к моменту продажи бизнес должен иметь рентабельность активов на уровне 50%? Вероятно, нет. С другой стороны, имеет ли смысл использовать цену продажи, в которую заложена изрядная доля цены «гудвилл», притом, что в текущей стоимости неосязаемые активы вообще не учтены? Придется повторить, вероятно, нет. В общем, осмотрительное использование капитализации дохода представляется самым надежным методом определения будущей цены продажи. Развивая этот пример, предположим, что денежные доходы рассматриваемого бизнеса на шестом году составят 35 тыс. долл., а ожидаемые темпы долгосрочного роста равны 5%. На основе этих данных мы можем рассчитать ставку капитализации, которая составит 13% (т. е. 18% — 5%). Путем деления ожидаемой суммы дохода, 35 тыс. долл., на ставку капитализации, равную 13%, мы получим предполагаемую цену продажи — 269 тыс. долл. Обратите внимание: эти деньги будут получены в конце пятого года, так что для расчета стоимости, которая будет добавлена к оценочной стоимости, эта сумма должна быть дисконтирована по ставке 18% в год, исходя из периода времени в 5 лет.

Определение ставки дисконтирования

Расчет ставок дисконтирования и капитализации с использованием структурного метода был описан в предшествующей главе, и поэтому мы не станем здесь повторно приводить методику расчета. Обратите, однако, внимание на то, что ставка дисконтирования — это ставка доходности, требуемая для того, чтобы побудить инвестора к приобретению потока ожидаемых доходов с учетом риска, сопряженного с получением этих доходов. Более низкий уровень риска означает более низкую ставку дисконтирования; чем выше риск, тем выше ставка дисконтирования. Для определения надлежащей ставки дисконтирования важно провести сравнение с альтернативными инвестициями. Обратите внимание, что в этом контексте альтернативные варианты инвестиций не означают, что у покупателя альтернативой приобретению бизнеса может быть только вложение средств в сберегательный банк, начисляющий 5% годовых. Риск, присущий иным вариантам инвестирования, должен быть таким же, как и риск, с которым сопряжено приобретение оцениваемого бизнеса.

При этом по мере возможности надо использовать рыночные данные, что позволит дать более глубокую оценку ставке дисконтирования. По состоянию на 31 декабря 1998 г., на национальных рынках действовали следующие процентные ставки:

	Процентная ставка на 31 Декабря 1998г.
Доходность по долгу срочным облигациям правительства США	5,45%
Доходность по облигациям промышленных корпораций	
AAA ¹	6,42
AA ²	6,79
A ³	7,08
BBB ⁴	7,83
S&P 500 за последние 10 лет	19,21

Очевидно, что приобретение акций какой-либо компании является более рискованной операцией по сравнению с вложением денег в облигации, упомянутые в таблице. Столь же очевидно, что инвестиции в мелкую местную или региональную компанию более рискованны, чем инвестиции в любую из гигантских корпораций, входящих в список S&P 500.

В качестве примера расчета ставки дисконтирования структурным методом отметим, что многие оценщики начинают расчет этой ставки для инвестиций в собственный капитал компании с определения ставки доходности по долгосрочным облигациям правительства США, к которой они прибавляют соответствующую премию за риск, присущий оцениваемому бизнесу. Для оценки, производимой по состоянию на 31 декабря 1998 г. и предполагающей использование дохода до вычета налогов в качестве показателя будущих доходов, определение ставки дисконтирования структурным методом можно начать с только что указанной текущей процентной ставки дохода по долгосрочным облигациям правительства США, которая составляет 5,5%. Премию за риск можно определить на основе таблицы, разработанной Джеймсом Шилтом (James Schilt), оценщиком бизнеса из Сан-Франциско и редактором журнала Business Valuation Review, официального органа Комитета по оценке компаний Американского общества оценщиков. Предложенные им принципы определения премии за риск (т.е. надбавки к безрисковой ставке) для различных типов компаний в обобщенном виде выглядят так:

Предположим, оценщик счел, что общий уровень риска для оцениваемой им компании соответствует среднему значению категории 4 из таблицы Шилта. В таком случае ставка дисконтирования будет равна сумме 5,5% и 23% или, округленно, 29%. Эта ставка определена для дисконтирования дохода до вычета налогов. Вопрос о том, как величина этой ставки дисконтирования соотносится со ставками, которые могут быть использованы применительно к другим видам потока доходов компании, будет рассмотрен ниже в этой главе.

¹ рейтинг высшего качества облигаций агентства Moody's и Standard and Poor's

² рейтинг высокого качества облигаций агентства Standard and Poor's

³ рейтинг облигаций агентства Moody's и Standard and Poor's

⁴ рейтинг облигаций среднего качества, выплаты процентов и амортизация по которым стабильны (по оценке агентства Standard and Poor's)

Категория риска	Премия	Описание
1	6 — 10%	Хорошо зарекомендовавшие себя компании, имеющие прочные позиции, хорошее финансирование, развитую структуру управления, стабильные показатели доходов за прошлые периоды и легко прогнозируемое будущее
2	11 — 15%	Хорошо зарекомендовавшие себя компании, относящиеся к отраслям с более высокой конкуренцией, имеющие хорошее финансирование, развитую структуру управления и стабильные доходы в прошлом и достаточно прогнозируемое будущее
3	16 — 20%	Компании, относящиеся к отраслям с высокой конкуренцией, предприятия которых на начальном этапе не требуют большого стартового капитала или развитой структуры управления, в таких отраслях элемент риска высок, хотя показатели работы отрасли за прошлые периоды могут быть неплохими
4	21 — 25%	Мелкие компании, успех которых зависит от наличия специальных навыков и знаний одного-двух человек, или более крупные, хорошо зарекомендовавшие себя компании, которым свойственна цикличность бизнеса. В обоих случаях можно ожидать существенного отклонения будущих доходов от прогнозируемых
5	26 — 30%	Мелкие, «одноличинные» предприятия, оказывающие услуги индивидуального характера, в таких предприятиях возможность сохранения потока доходов на существующем уровне вызывает сомнения

Если оценке подлежит стоимость инвестированного капитала, а не собственный капитал компании, то ставку дисконтирования необходимо должным образом скорректировать. Инвестированный капитал — это сумма: (1) стоимости чистого оборотного капитала (2) остаточной стоимости основного капитала, (3) стоимости других активов и (4) стоимости неосязаемых активов («гудвилл»). Обратите внимание: это определение включает статьи, указываемые на «левой стороне» баланса. На «правой стороне» баланса мы обычно находим величину инвестированного капитала, который равняется собственному капиталу компании плюс сумма долга, на которую начисляются проценты. Для того, чтобы внести необходимые изменения в ставку дисконтирования, следует вычислить средневзвешенные затраты на капитал (Weighted Average Cost of Capital, WACC). Эта величина представляет собой средневзвешенное значение ставки дисконтирования собственного капитала компании и ставки дисконтирования долга на основе отношения обоснованной рыночной стоимости собственного капитала компании к обоснованной рыночной стоимости долга. Предположим, например, что: (1) ставка дисконтирования собственного капитала компании равна 25%, (2) ставка дисконтирования долга равна 12%, (3) ставка налога равна 40%, (4) предполагаемая доля долга для данной компании (или отрасли) — 35%, а (5) предполагаемая доля собственного капитала компании (по обоснованной рыночной, а не по балансовой стоимости) — 65%. В этом случае WACC рассчитывают следующим образом:

$$\begin{array}{r}
 \text{(Ставка дисконтирования собственного капитала компании)} \\
 + \\
 \text{(Обоснованная рыночная стоимость собственного капитала компании (\%))} \\
 + \\
 \text{(Ставка дисконтирования долга, скорректированная на величину налогов)} \\
 + \\
 \text{(Обоснованная рыночная стоимость долга (\%))} \\
 \hline
 = \text{WACC}
 \end{array}$$

$$\begin{array}{r}
 0,25 \cdot 0,65 \\
 + 0,12 \cdot (1 - 0,40) \cdot 0,35 \\
 \hline
 \text{WACC}
 \end{array}
 \begin{array}{r}
 = 0,16 \\
 = +0,03 \\
 = 0,19
 \end{array}$$

Обратите внимание, что в тех случаях, когда WACC используется для определения стоимости инвестированного капитала, поток будущих доходов должен включать процентные выплаты (с корректировкой на налоги, если WACC скорректирован с учетом налогов) по долгосрочной задолженности, включенной в инвестированный капитал.

В отношении ставок дисконтирования следует сделать еще одно заключительное замечание. Ставка дисконтирования должна точно соответствовать оцениваемому потоку доходов. Это значит, что ставки дисконтирования, выведенные аналитическим путем на основе информации о сумме доходов после вычета налогов, нельзя применять к какому-либо иному показателю, кроме суммы доходов оцениваемой компании после вычета налогов. То есть, такие ставки дисконтирования нельзя применять ни к сумме доходов до вычета налогов, ни к сумме валового денежного потока, ни к сумме чистого свободного денежного потока. Например, если оценщик применит ставку дисконтирования доходов после вычета налогов к ожидаемому доходу до вычета налогов, то при определении стоимости это приведет к огромной ошибке. Как правило, при оценке любой конкретной компании к валовому денежному потоку применяют самую высокую ставку дисконтирования, а к чистому свободному денежному потоку применяют самую низкую ставку, тогда как ставки, применяемые к доходу до вычета налогов и к доходу после вычета налогов, лежат где-то в интервале между указанными максимальной и минимальной ставками.

Ранее в этой главе мы определили ставку дисконтирования для некой мелкой компании в размере 29 %. Эта ставка была определена для применения к потоку доходов до вычета налогов. Информация, приводимая ниже, должна дать оценщику некоторые приблизительные правила, основанные на эмпирическом опыте, которые позволяют проверить, находится ли ставка дисконтирования, определенная для конкретной компании, в разумных пределах. При определении ставок дисконтирования эти правила не следует рассматривать в качестве «рецептов» из справочного руководства. Как говорят на курсах оценки компаний, проводимых Американским обществом оценщиков, при оценке бизнеса справочные руководства бесполезны. Если

ставку дисконтирования предполагается применить к валовому денежному потоку (доход до вычета налогов плюс амортизация), то, с учетом только что сделанного предупреждения, хорошим началом было бы прибавление 5 процентов к ставке дисконтирования, установленной для доходов до вычета налогов. В рассматриваемом нами примере установленная для валового денежного потока ставка, которую можно было бы использовать в качестве отправной точки, будет равняться 34%. Затем эту ставку следует точно скорректировать таким образом, чтобы учесть преимущества и недостатки, связанные с «балансовым» уменьшением стоимости компании в отличие от ее «реальной» или «экономической» амортизации.

При текущих ставках налогообложения ставка дисконтирования, которую можно применить к потоку доходов после вычета налогов, составляет, возможно, около двух третей той ставки, которую следует применять к доходам до вычета налогов. Если продолжить рассмотрение приведенного ранее примера, то исходное значение ставки, применяемой к доходам после вычета налогов, может составлять около 20%. И снова, для того чтобы учесть реальные обстоятельства оцениваемой компании, эту ставку надо точно скорректировать.

Если ставку дисконтирования применить к средствам, которые, по расчетам собственника, он сможет постоянно выводить из бизнеса, то такая ставка зачастую может быть ниже ставки, применяемой к доходам после вычета налогов. В предыдущем примере величина ставки дисконтирования денежных средств (чистого свободного денежного потока) может находиться где-то в интервале от 15% до 20%. При определении ставок дисконтирования денежных потоков крупных компаний иногда применяют метод финансового анализа, известный как Модель определения стоимости капитальных активов (Capital Assets Pricing Model — CAPM). Рассмотрение этого метода выходит за рамки данной главы, но этот метод рассматривается в большинстве современных учебников по финансовому делу.

Дисконтирование будущих доходов для их приведения к текущей стоимости является самым «корректным с теоретической точки зрения» методом из используемых в рамках доходного подхода. Он позволяет легко справиться с проблемами, связанными с предполагаемой неравномерностью потоков дохода, нетипичными единовременными выплатами, спадами экономической активности, очень высокими темпами роста в ближайшее время, расширением ассортимента продукции и т.п. Но столь же верно и то, что составление точных прогнозов на будущее представляет собой трудную задачу, требующую от оценщика значительных усилий. Данный метод лучше всего применять в обстоятельствах, при которых в будущем можно ожидать нетипичных для оцениваемой компании событий или явлений, или же в тех случаях, когда предполагается, что величина доходов в ближайшем будущем будет подвержена колебаниям.

ЧАСТЬ ТРЕТЬЯ

ОЦЕНКА

ПО ОТРАСЛЕВОМУ

ПРИЗНАКУ



Оценка предприятий розничной торговли

ЭДВАРД К. ТЕЛЛИНГ-МЛАДШИЙ (EDWARD C. TELLING, JR.)

Постоянные изменения привели к появлению в мире бизнеса нового экономического канала: Интернета, или «Сети». Большинство компаний используют Интернет, некоторые компании как-то управляют с ним, тогда как остальным еще предстоит адаптироваться к Интернету и извлечь выгоды из возможностей его использования. Интернет представляет собой уникальный инструмент маркетинга — инструмент, который сопряжен лишь с минимумом издержек, присущих обычным магазинам розничной торговли. Помните, единственное постоянное явление в этом мире — это изменение; Вам придется либо адаптироваться к изменениям, либо выйти из игры.

Говоря в целом, розничная торговля — это система доставки готовых товаров, в которых нуждается конечный потребитель. По мере изменения потребностей и желаний потребителей должна изменяться и система доставки. Все те, кто оказывается неспособным доставлять товары так, как того желает потребитель, исчезнут точно так же, как исчезли стоявшие на каждом углу и пользовавшиеся популярностью в 30-х, 40-х и 50-х годах XX века магазинчики-аптеки, где, помимо лекарств, продавали прохладительные напитки и всякую мелочь. В течение последних 40 лет в розничной торговле происходила эволюция, которую в действительности можно назвать революцией. Например, кафе уступили место ресторанам «быстрого», или «скорого» питания, работающим по договорам франшизы (чистым, удобным и эффективным), и ряд таких примеров можно продолжить.

Розничная торговля по многим своим характеристикам отличается от сферы производства и услуг.

- Как правило, самые крупные инвестиции в розничной торговле — это капиталовложения в товарно-материальные запасы; вслед за ними идет кредитование клиентов (если такое кредитование осуществляется).
- Для того, чтобы оставаться конкурентоспособными, предприятия розничной торговли зачастую обслуживают клиентов круглосуточно.

- В целом, заработная плата у работников предприятий розничной торговли ниже, чем у промышленных рабочих.
- Можно утверждать, что предприятия розничной торговли обладают меньшим контролем над образованием цен посредством увеличения добавленной стоимости продаваемых товаров.

В течение последних 30 лет многие предприятия розничной торговли претерпевают существенные и постоянные изменения, в числе которых следует отметить следующие:

- В отличие от существовавших в прошлом предприятий, продававших в розницу товары самого широкого ассортимента, современные предприятия розничной торговли все чаще концентрируют свои усилия на определенных «рыночных нишах»
- Для многих предпринимателей, занимающихся розничной торговлей и стремящихся выжить в решающей борьбе за покупателей, «универсальный торговый центр (мол¹)» стал необходимостью
- Компьютерные системы, известные под названием «Точка покупки», предлагают руководству компании самую последнюю информацию, столь необходимую для поддержания конкурентоспособности в современных условиях.
- Франчайзинг изменил облик многих предприятий розничной торговли, особенно работающих в сфере питания.
- Произошедший в 80-х гг. XX века массовый выкуп торговых предприятий с использованием обширных кредитов² ослабил позиции или уничтожил некогда гордых флагманов американской розничной торговли (Некоторые из этих предприятий впоследствии не смогли справиться с бременем платежей по погашению кредита, другие пали жертвами нелепой политики, которую проводили их управляющие).
- Заказы товаров по почте, супермаркеты, возможность приобретения товаров через систему кабельного телевидения, оптовые магазины — все это оказало воздействие на предпочтения покупателей, пользующихся услугами розничной торговли.

Рынок розничной торговли настолько необъятен, что определить его ис-

¹ Закрытый (под одной крышей) торговый центр, в котором расположено множество отдельных магазинов — *Прим переводчиков*

² LBO — leveraged buy-out — выкуп компании в кредит, который в т.ч. может быть организован ее менеджерами, покупка контрольного пакета акций корпорации, финансируемая выпуском новых акций или с помощью кредитов (обеспеченных активами компании), которые должна погасить сама корпорация — *Прим переводчиков*

тинные масштабы и роль под силу разве что хорошему экономисту. По сообщению Министерства торговли США, в 1998 г. совокупный объем товарооборота предприятий розничной торговли составил 2 млрд. 696 млн. долларов. В 1987 г. в розничной торговле было занято 18 млн. 264 тыс. человек, а средняя заработная плата в отрасли составляла 6,12 долл. в час.

Ниже приводятся данные по объему и доле объема продаж основных сфер розничной торговли в совокупном товарообороте этой отрасли (в процентах) в 1998 г.:

	Миллионы	Проценты
Торговля автомобилями	\$661 391	25 %
Торговля продуктами питания	\$442 979	16 %
Универсальные магазины	\$353 465	13 %
Торговля мебелью	\$159 340	6 %
Торговля одеждой	\$123 998	5 %
Торговля медикаментами и патентованными средствами.	\$105 706	4 %
Торговля строительными материалами и т.д.	\$166 115	6 %

Изменения действительно происходят постоянно. Иногда эти изменения соответствуют замыслу человека, иногда они диктуются обстоятельствами. Поскольку розничные торговцы стремятся организовать более действенную и эффективную систему обеспечения потребителей товарами (причем более эффективную с точки зрения покупателей), то в этом случае «больше» не обязательно означает «лучше». Впрочем, и «меньше» не всегда означает «лучше». Обслуживание покупателей, цены, удобство и выбор — если все перечисленное устраивает покупателя, то розничный торговец выигрывает в гонке за доллары, пополняющие его кассовый аппарат.

Для рассмотрения отрасли розничной торговли с точки зрения оценки прежде всего обратимся к природе активов этого бизнеса.

Материальные активы

Денежные средства

Мы вполне можем допустить, что стоимость доллара равна одному доллару, но нам следует установить, какое их количество необходимо и достаточно для ведения бизнеса. Компании Robert Morris Associates, Dun & Bradstreet, Financial Research Associates, а также «Альманах финансовых показателей компаний сферы бизнеса и промышленности» (Almanac of Business and Industrial Financial Ratios), выпускаемый издательством Prentice-Hall, публикуют полные данные о среднем объеме денежных средств компаний. (Ука-

зывается в отчете компании в процентном отношении к стоимости учтенных в балансах активов)

Товарно-материальные запасы

Для большинства предприятий розничной торговли это, вероятно, самая крупная статья активов. Финансовые коэффициенты, отражающие процентное отношение данной статьи к общей стоимости активов, к текущим активам и к обороту товарно-материальных запасов, позволяют провести содержательный анализ путем сопоставления с внутриотраслевыми показателями. Вероятно, в составе товарных запасов любого предприятия найдутся такие товары, которых лучше бы совсем не было. Тщательный анализ должен выявить, какие средства потребуются на освобождение от таких товарных запасов, и насколько хлопотным будет это дело. Означает ли избавление от этих запасов просто вывоз их на свалку или же эти товары необходимо уценить, чтобы распродать их мгновенно или очень быстро (и насколько значительна должна быть такая уценка по сравнению с себестоимостью товаров и/или нормальной прибыльностью торговли)? Мы должны с разумной степенью точности определить общую стоимость товарных запасов, представляющих собой «доброкачественный реализуемый товар». Запасы товаров, не входящих в категорию доброкачественных реализуемых товаров, должны подвергнуться уценке и даже, в крайнем случае, «вывозу на свалку» (что является случаем предельной уценки товара по причине невозможности его реализации, учитывая и то, что в современных условиях вывоз на свалку сопряжен с издержками).

Дебиторская задолженность

Начинайте с общего сравнения коэффициентов, затем переходите к таблицам распределения просроченной дебиторской задолженности по срокам, разбив ее на группы по 30 дней. Вам необходимо будет подсчитать сумму задолженности по каждой группе и долю этой суммы в общей величине дебиторской задолженности в процентах. Все позиции дебиторской задолженности следует проанализировать на предмет платежеспособности должников; задолженность со сроком свыше 60 дней, по-видимому, следует списать по причине невозможности возврата средств. Если рассматривать этот вопрос с точки зрения денежного потока, наличие значительной суммы дебиторской задолженности со сроком свыше 30 дней означает, что компания будет нуждаться в дополнительных средствах для покрытия убытков от непогашенных кредитов. В процессе анализа кредитной политики предприятия в прошлом и определения эффективности этой политики, необходимо учитывать не только «очки», которые удалось набрать ранее, но и объем списания безнадежных долгов за счет собственных резервов предприятия, количество потребителей, которых лишилось предприятие, и сумму взысканных штрафов за просрочку платежа (для той задолженности, которую удалось взыскать).

Собирает ли компания в конечном итоге дебиторскую задолженность, или же она ежегодно несет существенные убытки по причине безнадежных долгов по кредитам? (Хотя иногда на взыскание долгов ей требуется до 6 месяцев при том, что кредит предоставляется на 30 дней.) Эффективная кредитная политика и меры по взысканию долгов должны быть сбалансированы с политикой в области продаж, и они должны способствовать снижению убытков компании и решению проблем, относящихся к денежному потоку.

Такое же исследование следует провести и при подготовке компании к продаже. По результатам такого анализа предусмотрительный бизнесмен должен принять необходимые меры. Если они не дадут эффекта до начала переговоров с покупателем о продаже, то может ли продавец рассчитывать, что покупатель оценит дебиторскую задолженность без значительной скидки, связанной с наличием нерешенных проблем в этой области? К сожалению, в подобных случаях компания во многом страдает от собственных недостаточно энергичных усилий по кредитованию клиентов и взысканию задолженности, что в конечном счете затрагивает интересы всех сторон, участвующих в сделке по продаже компании. Не в последнюю очередь это оказывает влияние и на величину ее рыночной стоимости.

Мебель, приспособления и торговое оборудование

Необходимо составить опись всех предметов, подпадающих под эти категории, и оценить их. В первую очередь подлежит определению «обоснованная рыночная стоимость объекта на месте». Составляя опись, Вы, вероятно, найдете множество предметов, которые не числятся в бухгалтерских книгах. Разумеется, все они должны быть внесены в опись и оценены. Как только Вы составите перечень имеющихся в наличии предметов и установите их «обоснованную рыночную стоимость на месте», Вам надо задать себе такой вопрос: «Соответствуют ли эти предметы их назначению? Или же они сильно устарели, и существует неотложная необходимость в их замене?» Внешний вид и эффективность использования предметов этой категории играют важную роль в работе любых предприятий розничной торговли, но для некоторых из них они имеют критическое значение. Привлечет ли Вас магазин дорогих меховых изделий, расположенный в крупном торговом комплексе, где придерживаются устаревшей концепции торговли и который имеет «подержанный» вид? Конечно же, нет.

Недвижимость

О недвижимости можно написать целые тома, но здесь мы будем придерживаться интересующей нас темы. В этой связи следует поставить следующие вопросы:

Можно ли рассматривать недвижимость и данный бизнес отдельно без особого ущерба для бизнеса?

Насколько оправдывают себя затраты с точки зрения месторасположения данного объекта недвижимости?

Нематериальные активы

Название магазина

Как воспринимают покупатели фирменное название магазина? Положительные ассоциации, вызываемые названием магазина у покупателей, должны оказать позитивное воздействие на итоговую величину прибыли.

Покупатели

Много ли активных покупателей у данного магазина? Сколько крупных клиентов приходится на 10% общего объема продаж? Учитывая характер данного бизнеса, являются ли покупатели постоянными? Своевременно ли они оплачивают покупки? Можно ли отнести клиентов этого магазина к разряду стабильных покупателей, которые вряд ли перейдут в другие магазины?

Персонал

Насколько эффективно работают сотрудники? Какие критерии эффективности используются при оценке работы персонала? Имеют ли работники достаточную подготовку? Создает ли руководство стимулы для их работы? Какова оплата сотрудников? Как соотносится уровень их заработка с оплатой труда в подобных магазинах? Стабилен ли персонал? Можно ли найти других работников, которые, возможно, будут работать лучше нынешних? Составьте список работников с указанием служебных обязанностей, заработка и срока работы каждого сотрудника.

Финансовая и бухгалтерская отчетность

Для выполнения анализа финансовой и бухгалтерской отчетности наймите квалифицированного и опытного сертифицированного бухгалтера. Проверяются ли отчеты аудитором, занимается ли руководство анализом отчетности, или же она просто составляется для проформы? Соответствуют ли данные налоговых деклараций данным финансовых отчетов? Каково качество ведения бухгалтерской и финансовой отчетности? Последовательна ли эта отчетность, нет ли в ней противоречий? Можете ли Вы отследить по отчетности сделки и операции? Придерживается ли компания норм системы «GAP»?

³ GAP (General Accounting Principles) — общие принципы и правила бухгалтерского учета — Прим. переводчиков

Причины продажи предприятия

Часто покупатель спрашивает, почему владелец хочет продать свое предприятие, но редко получает от продавца полностью откровенный ответ на этот вопрос. И действительно, если Вы знаете, что делаете и чего ожидаете от сделки, то ответ на этот вопрос, вероятно, не будет иметь для Вас значения. «Истинной» причиной продажи могут быть хорошие условия сделки или предложение хорошей цены. В то же время, смотря на вещи реально, имеет смысл заготовить вескую и хорошо продуманную причину продажи, что поможет исключить лишние обсуждения.

Большинство владельцев стремится продать свои предприятия из-за того, что не могут получить от них достаточную, соразмерную своим усилиям прибыль, или потому, что им надоело делать то, чем они занимаются. Некоторые уходят на пенсию или отходят от дел — правда, среди людей в возрасте, скажем, 36-ти лет таких не так уж и много!

Подготовка компании закрытого типа к продаже

Рекомендуемые действия

Зачастую решение продать компанию закрытого типа (особенно если та не находится в трудном положении) складывается из многих соображений (разной степени важности), а конечное решение сопряжено с самыми различными чувствами и мыслями (связанными с каждым из этих соображений). Этого уже вполне достаточно для того, чтобы у владельца возникла некоторая неуверенность в правильности своего решения, но вдобавок ко всему ему продолжают давать советы консультанты (сертифицированный бухгалтер и юрист), которые могут иметь ограниченный багаж опыта и знаний в области продажи подобных компаний. Поэтому владелец вынужден обратиться к агенту, занимающемуся продажей компаний. Такой агент может выглядеть знающим и располагать к себе, но как проверить его компетентность? Вот несколько советов, которые могут помочь Вам в этой ситуации:

- Поговорите с прежними клиентами агента и с их консультантами.
- Оцените опытность агента, его подготовку и связи.
- Попросите агента объяснить его подход к продаже Вашей компании или стратегию действий.

Как только решение о продаже принято, и идея цены продажи определена (хотя во многих случаях имеет смысл начинать с минимальной цены), наступает момент для проведения анализа компании. Получите ответы на следующие вопросы:

1. *Что именно продается?* Согласуйте детали, составьте перечень и каталог продаваемого имущества и других активов, определите их цену.
2. *Какие работы необходимо выполнить, чтобы привести заведение в порядок?* Для этого может понадобиться уборка и покраска помещений, но не только. Адекватна ли финансовая отчетность предприятия? Какие слабые места имеет предприятие? Насколько они серьезны? Приведите в порядок все, можно.
3. *Какова реалистичная цена, на которую может рассчитывать продавец?* Каковы условия продажи? (Я девять лет занимаюсь посредничеством, но мне еще ни разу не довелось встретить «богатого идиота», которого ожидают многие владельцы предприятий, будучи уверены, что он вот-вот заявится прямо к ним!). Большинство сделок купли-продажи имеют известный экономический смысл, особенно в тех случаях, когда такие сделки финансируются с участием институциональных инвесторов. Вопреки убеждению многих людей, денежный поток имеет огромное значение!
4. *Каким образом должна быть проведена презентация компании?* Результаты всех подготовительных работ следует свести воедино, в формальный презентационный пакет, который будет надлежащим образом представлять продаваемую компанию и намерения ее владельцев. Объем такого пакета может составлять от 50 до 500 страниц.
5. *Теперь, когда Вы готовы продать компанию, возникает вопрос: кто ее купит?* Является ли «конфиденциальность продажи» условием, отражающим реальные обстоятельства сделки, или же она обусловлена личными соображениями владельца, вызванными некими опасениями или стремлением избежать определенных неудобств? Разработайте маркетинговый план и методично следуйте ему. После того, как Вы выявили основных потенциальных покупателей и составили рекламные объявления, которые должны привлечь внимание других покупателей, начинайте поиск.

Покупатели компаний должны обладать:

- Надлежащим опытом
- Достаточными средствами
- Личными способностями, соответствующими характеру стоящих перед ними задач
- Обоснованной мотивацией, хорошо продуманными и последовательными планами, которые должны быть составлены на основе

изучения всех обстоятельств, и соответствовать профессиональным задачам и целям.

Владелец продаваемой компании или его представители должны почитать ответы на эти вопросы. Внимание следует сосредоточить на тех покупателях, которые отвечают сформулированным в «презентационном пакете» требованиям и задачам компании. Желательно, чтобы помимо покупателя и продавца, в сделке участвовала еще одна сторона, действующая в качестве посредника. В зависимости от масштаба сделки, этой стороной может быть агент по продаже компаний или инвестиционный банк. Их участие должно заполнить существующий пробел в знаниях/опыте продавца и покупателя в данной сфере. Опытный агент может помочь в решении множества проблем.

Оценка предприятия розничной торговли (компании закрытого типа), проводимая с целью определения обоснованной рыночной стоимости, должна включать следующие действия:

1. Анализ бизнеса с целью определения перспектив данной компании на будущее. Соответствует ли она современным тенденциям развития розничной торговли или же реализует какую-либо устаревшую концепцию бизнеса, например аптеки с продажей прохладительных напитков?
2. Определение обоснованной рыночной стоимости всех подлежащих продаже активов. Как она соотносится со стоимостью замещения этих активов?
3. Корректировка финансовых отчетов для определения «реального» денежного потока и прибыльности компании.
4. Определение эффективности компании XYZ по сравнению с подобными ей компаниями (используйте для этого упомянутые ранее справочники) в контексте:
 - Метода избыточной прибыли (в отношении объема продаж)
 - Метода избыточной прибыли (в отношении активов)
 - Метода дисконтированных будущих доходов
 - Ликвидационной стоимости при ликвидации в обычном порядке
5. Проверьте полученные результаты методом «критической оценки». Может ли покупатель целиком произвести оплату наличными средствами? Вероятно, нет, даже при наличии у него собственных средств или средств, полученных за счет банковского кредита. ⁴ Чаще

⁴ В оригинале используется термин «acid test» — определение показателя ликвидности компании представляющего собой отношение ее текущих активов (наличные деньги, рыночные ценные бумаги, дебиторская задолженность, текущие поступления) минус запасы и незавершенные производственные текущим пассивам — Прим. переводчика

всего мы сталкиваемся с тем, что продавец вынужден соглашаться на частичную оплату векселями.

Поведение банков относительно предсказуемо: 1) они, прежде всего, хотят знать состояние активов, используемых в качестве залога для предоставления кредита; 2) для того, чтобы обезопасить банк от убытков в случае неисполнения обязательств по кредиту, они хотят получить в залог активы на сумму, превышающую сумму кредита; 3) они хотят, чтобы бизнес генерировал денежный поток, достаточный для погашения кредита (как основной суммы, так и начисляемых на нее процентов); и 4) они хотят, чтобы компанией руководили опытные и способные управляющие

Таким образом, сначала Вы обговариваете условия сделки с продавцом, а затем корректируете эти условия в соответствии с требованиями банка. Если банк отказывается участвовать в сделке, продавец снижает свою цену или принимает вексель покупателя. Мой опыт показывает, что у компаний закрытого типа нет реальных шансов на привлечение венчурного капитала, поскольку у таких компаний нет потенциала роста; большинство из них также не оправдывает достаточно крупных капиталовложений и поэтому не представляет интерес для страховых компаний, занимающихся инвестициями в долгосрочные долговые обязательства и т.д. Таким образом, сделка заключается на основе имеющихся в наличии средств, а именно:

- Наличных средств покупателя, плюс привлеченного капитала
- Банковских кредитов
- Долговых обязательств, оформленных на имя продавца.

Оценка производственных компаний**DARREL L. FAUTS (DARRELL L. FOUTS)**

Хотя эта глава главным образом посвящена оценке производственных компаний в целом, при покупке или продаже таких компаний важно иметь в виду те процедуры и методы, которые должны быть использованы для достижения поставленных Вами целей. В рамках этой главы обсуждение будет ограничено производственными компаниями закрытого типа с годовым объемом реализации от 1 до 25 млн. долл. Значительная часть информации, приведенной в данной главе, применима и в отношении компаний других типов, а также более крупных или более мелких компаний, но уникальность избранной для обсуждения категории предприятий скоро станет очевидной для читателя.

ПРИМЕЧАНИЕ

Для упрощения под понятиями «покупатель» и «продавец» подразумеваются физические лица, товарищества, корпорации, инвестиционные группы или другие субъекты права.

При оценке промышленных компаний, как и в большинстве других случаев, связанных с оценкой бизнеса, необходимо рассмотреть два главных вопроса: определение стоимости чистых материальных активов и прошлые показатели компании, характеризующие ее способность генерировать доходы. Такую информацию следует получить за последние три-пять лет на основе данных финансовой отчетности. Сначала необходимо изучить баланс компании. Самая важная информация содержится в балансе за последний отчетный период, а также в сопроводительных документах и примечаниях к нему. Балансы за более ранние периоды содержат данные, которые можно использовать в качестве вспомогательных и для выявления трендов.

Анализ баланса

Промышленное производство традиционно основано на эксплуатации производственной базы, включающей большой объем активов. Эти активы об-

ладают ликвидационной стоимостью и стоимостью, которую они имеют в составе функционирующего предприятия. Поскольку в данном случае мы оцениваем действующее предприятие, нашей главной задачей при оценке активов будет определение операционной стоимости активов «на месте». Основные средства необходимо оценивать по операционной стоимости на месте с учетом их вклада в производственную деятельность компании. Текущие активы (такие, как дебиторская задолженность и товарно-материальные запасы) следует оценивать по их текущей рыночной стоимости, которую они имеют на их месте в составе работающего предприятия. Прежде чем использовать данные баланса, их надо скорректировать таким образом, чтобы они отражали текущую стоимость всех активов и пассивов. Данные по объектам, не имеющим твердой стоимости, или объектам, которые не будут включены в состав продаваемой собственности, должны быть исключены из баланса. Говоря конкретно, это означает следующее:

Активы

1. *Денежные средства.* Исключите денежные средства, превышающие нормальные операционные потребности предприятия.
2. *Дебиторская задолженность.* Исключите безнадежные долги; скорректируйте стоимость, уменьшив стоимость задолженности, относящейся к категории проблемных долгов или долгов со значительным сроком давности.
3. *Товарно-материальные запасы.* Приведите эти запасы к текущей рыночной стоимости, которую они имеют в составе производства, вычтя стоимость устаревших товарно-материальных запасов и т.д. Проследите за правильной оценкой незавершенного производства и готовых товаров.
4. *Задолженность владельца или выданные им векселя.* Исключите.
5. *Основные фонды.* Приведите к текущей операционной стоимости «на месте» (не забудьте оценить инструменты, специальные сооружения, мелкие расходные инструменты, приспособления, программное обеспечение и т.д.). Исключите все не подлежащие продаже объекты.
6. *Предоплата, депозиты и т.д.* Определите их стоимость и возможность передачи новому собственнику при продаже.
7. *Стоимость страховки жизни владельца.* Исключите.
8. *Недвижимость.* Исключите из общего баланса и проведите отдельную оценку.

Пассивы

1. *Кредиторская задолженность.* Является ли вся кредиторская за-

долженность текущей и полностью ли отражает указанная в балансе сумма всю задолженность компании? Проверьте срок наступления платежей, проследите, нет ли понесенных расходов, подлежащих оплате в будущие периоды, по которым не было сделано стандартных бухгалтерских проводок.

2. *Налоги, начисляемые на фонд заработной платы.* Являются ли они текущими и отражает ли указанная сумма полную сумму налогов этой категории, подлежащую уплате?
3. *Задолженность по зарплате.* Является ли она текущей? Включает ли эта сумма начисленные премии, отпускные пособия, пособия по болезни? Имеются ли у компании соответствующие обязательства по договорам найма или какие-либо другие обязательства по зарплате?
4. *Общие налоги.* Являются ли они текущими и отражена ли в балансе вся подлежащая уплате сумма?
5. *Депозиты клиентов.* Подпадают ли они под условия сделки и могут ли они быть переданы покупателю?
6. *Векселя к оплате.* Являются ли они текущими и могут ли они быть переданы покупателю? Чем они обеспечены? Исключите все векселя, относящиеся к недвижимости или к другим активам, не подлежащим передаче покупателю
7. *Векселя на имя владельца.* Исключите.
8. *Обратите внимание на «забалансовые пассивы» или условные обязательства.* Такие пассивы могут включать обязательства по арендным платежам, требования, которые могут возникнуть в связи с выполнением контрактов, потенциальные судебные процессы и/или проблемы, связанные с выполнением требований Управления по охране окружающей среды (EPA) или Закона США об охране труда (OSHA).

После вычета скорректированной суммы пассивов из скорректированной суммы активов мы получим «скорректированную стоимость чистых активов» компании. Если бизнес продается посредством передачи всех обыкновенных акций компании или всех активов и пассивов (об определении стоимости которых мы говорили выше), то общая стоимость компании в обоих случаях будет приблизительно одинаковой. К окончательной оценочной стоимости бизнеса необходимо прибавить чистую стоимость приобретенной недвижимости, избыточные денежные средства и стоимость любых других объектов, исключенных для целей оценки.

При оценке промышленных компаний особенно пристальное внимание следует уделить оценке товарно-материальных запасов (для оценки незавершенного производства и готовой продукции существует много способов)

и оценке оборудования (если у Вас нет уверенности относительно цены, состояния или степени устарелости оборудования, воспользуйтесь услугами специалиста в этой области). Не так важны точные цифры, как четкое определение перечня активов и пассивов, передаваемых покупателю при совершении сделки. Небольшие отклонения в оцененной стоимости основных фондов, возможно, не сильно скажутся на окончательной цене бизнеса; правда, они могут сильно повлиять на величину оборотного капитала, который потребуется новому владельцу.

Хотя скорректированная стоимость чистых активов имеет большое значение, особенно для покупателя, тем не менее, она не является самым важным фактором для определения стоимости действующей промышленной компании. Эту величину нужно использовать как вспомогательную для определения окончательной стоимости бизнеса. Некоторые покупатели не согласны с этой концепцией. Но дело в том, что полученный таким способом показатель чистой стоимости бизнеса имеет значимость только в том случае, если он подкрепляется мощным потоком доходов. Если активы не генерируют доход, то их стоимость равна всего лишь ликвидационной стоимости.

Следующий шаг в подготовке к оценке промышленной компании — это тщательное изучение данных о доходах компании за последние три-пять лет. Прежде всего, необходимо скорректировать данные так, чтобы они отражали реальные операционные доходы до вычета процентов по полученным кредитам, подоходного налога, непредвиденных расходов, дискреционных расходов владельца и расходов, не подлежащих оплате наличными. Корректировка расходов должна производиться в соответствии со стандартными процедурами, принятыми при ведении отчетности акционерных компаний.

Рассмотрим каждую категорию доходов и расходов отдельно и, если необходимо, откорректируем их, руководствуясь следующими общими критериями:

Продажи

- Сможет ли покупатель обеспечить объем продаж на уровне, сопоставимом с текущим объемом реализации данной компании?
- Имеет ли компания действующие контракты, на выполнение которых может повлиять продажа фирмы? Другими словами, имеет ли фирма контракты, выполнение которых связано с требованиями в отношении миноритарных акционеров или национальных меньшинств, минимальными требованиями к финансовым показателям партнеров, или же имеет ли она обязательства в отношении дат поставки и т.д.?
- Существуют ли новые продукты или услуги, которые не до конца проверены на рынке или связаны с риском высоких расходов по гарантийному обслуживанию?

- Какой объем продаж компании обеспечивается непосредственно за счет усилий и руководства владельца и/или за счет ключевого работника, который может уйти из компании после ее продажи?
- Какова текущая задолженность компании по выполнению заказов по сравнению с предшествующими периодами?
- Имеет ли компания планы и обязательства, касающиеся будущих проектов, объемов, цен и номенклатуры выпускаемой продукции?
- Генерируется ли объем продаж на основе нормальной маржи прибыли или на основе маржи прибыли за предшествующие периоды?
- Есть ли у компании клиент, на которого приходится более 20% общего объема продаж и/или группа из пяти клиентов, на которую приходится более 50% продаж?
- Нет ли в номенклатуре выпускаемой продукции устаревших ассортиментных групп?
- Не включалась ли при составлении отчетности предоплата клиентов в объем продаж до того, как товар был реально поставлен заказчику?

Закупки

- Как можно охарактеризовать работу и качество продукции поставщиков?
- Какой процент закупок обеспечивает один поставщик?
- Нет ли в числе поставщиков монопольных поставщиков данной продукции?
- Имеются ли у компании обязательства по контрактам на эксклюзивный ассортимент продукции или по дистрибьюторским соглашениям?
- Изменяются ли цены, сроки и условия поставок для нового владельца?

Себестоимость реализованной продукции

- Имелись ли изменения в методике калькуляции себестоимости товарно-материальных запасов?
- Включены ли в себестоимость реализованной продукции все прямые издержки производства?

Расходы

- *Автотранспорт.* Все ли расходы этой категории имеют отношение к работе компании? Использует ли компания собственные или арендованные автомобили?
- *Безнадежные долги.* Сравните их сумму с указанным в балансе резервом на покрытие безнадежных долгов. Сопоставима ли текущая

величина безнадежных долгов с соответствующими показателями за предыдущие годы? Нет ли случаев необычного списания долгов?

- *Реклама.* Ведется ли реклама регулярно или от случая к случаю? Есть ли договорные обязательства по рекламе? Являются ли расходы на рекламу необходимыми или дискреционными?
- *Представительские расходы.* Расходуются ли эти средства в интересах компании или в личных целях? Относятся ли они к категории необходимых или дискреционных расходов?
- *Страхование.* Обеспечивает ли действующая система страхования необходимое страховое покрытие? Изменяются ли ставки страховой премии для нового владельца? Существует ли система страхования продукции и нужна ли она? Потребуется ли новому владельцу иное страховое покрытие? Включают ли расходы на страхование расходы по страхованию самого владельца?
- *Коммунальные услуги, телефон.* Не включают ли эти затраты личные расходы? Не предполагается ли значительное увеличение расценок?
- *Пособия и льготы сотрудников.* Достаточен ли и насколько обоснован объем пособий и льгот, предоставляемых сотрудникам? Не включают ли они каких-либо персональных пособий? Все ли пособия имеют финансовое обеспечение?
- Исклучите долю владельца из программы участия сотрудников в прибыли компании и из программ 401K¹.
- *Расходы, связанные с бухгалтерским учетом, и судебные издержки.* Соответствуют ли они принятым нормам и насколько они обоснованы? Не включают ли они расходы частного характера?
- *Аренда.* Может ли договор об аренде быть переоформлен на имя нового собственника или же ему придется заключать новый договор? Каков общий срок аренды и сроки пересмотра условий договора аренды? Если компания обладает правом собственности на недвижимость, определите рыночную стоимость аренды и прибавьте ее к расходам. Если недвижимостью владеет продавец, то при необходимости приведите размер арендной платы в соответствие с обоснованными рыночными ставками.
- *Заработная плата владельца.* Скорректируйте сумму заработной платы владельца, соответственно увеличив или уменьшив ее до величины, отражающей величину справедливого рыночного вознаграждения.

¹ Программа организации частных пенсионных фондов, в соответствии с которой американским налогоплательщикам предоставляется возможность вкладывать деньги в пенсионные фонды, перечень которых утверждается государственными органами США, с «отложенной» уплатой налогов (т.е. суммой налогов после изъятия средств из фонда) — *Прим. переводчиков*

раждения за услуги владельца

- *Зарплата сотрудников.* Работают ли в компании члены семьи или друзья? Если да, то является ли величина их заработка обоснованной? Не является ли повышение заработной платы сотрудников неминуемым? Не приближаются ли сроки перезаключения договоров с профсоюзами?
- *Налоги на фонд заработной платы.* Если заработная плата сотрудников была скорректирована, скорректируйте сумму соответствующих налогов.
- *Общие налоги.* Являются ли расходы на уплату налогов текущими и включают ли они полную сумму подлежащих уплате налогов?

Помимо этого, необходимо внимательно рассмотреть все прочие расходы, специфичные для оцениваемой компании, с целью определения их правомерности и обоснованности.

Для целей оценки затраты на выплату процентов и расходы, не подлежащие оплате наличными, такие как износ и амортизация, не следует включать в совокупную сумму расходов. Помните, искомая величина — это *чистая операционная прибыль компании до вычета этих расходов*.

Реконструированные таким образом отчеты о доходах должны отражать реальный операционный доход компании за последние три — пять лет, а также обеспечить обоснованные данные для прогнозирования доходов на будущее. Продавец и покупатель в результате произведенной ими корректировки могут получить разные данные по величине дохода. Эти различия должны быть урегулированы в процессе переговоров. Правомерной будет признана позиция, являющаяся более обоснованной и аргументированной.

Проведение корректировки или реконструкции отчетов о доходах и балансов является неременным условием применения любого практического метода оценки компаний закрытого типа.

Скорректированный объем дохода

Следующий этап в процессе оценки — это определение среднего значения скорректированного объема дохода за три — пять лет. Некоторые оценщики рассчитывают только среднеарифметическое значение этого показателя путем суммирования доходов за ряд лет и деления полученной суммы на количество лет. Конечно, эта величина представляет собой среднее значение этого показателя, но она не отражает тенденции в изменении прибыли и текущее положение компании в сопоставлении с ситуацией, в которой она находилась пять лет назад. Более надежный способ определения реалистичного показателя на базе среднего значения заключается в придании показателю дохода за каждый год определенного веса, соответствующего важности

этого показателя. Как правило, наибольшую важность имеет последний год. Каждый предшествующий год имеет убывающее значение. Можно использовать любую обоснованную методику определения взвешенных показателей, но один из лучших способов — метод «суммы цифр числа лет», при котором наибольший вес придается последнему, текущему году. Таким образом, при нахождении средней величины за последние пять лет, доход текущего года умножают на 5, доход за предыдущий (второй) год — на 4, доход за третий — на 3, доход за четвертый — на 2, а доход за пятый год — на 1. Полученные значения складывают и делят на сумму цифр, составляющих количество лет, в данном случае — на 15 (см. пример, приведенный в Табл. 21.1). Это последовательный, обоснованный и аргументированный метод, пользующийся общим признанием среди компетентных оценщиков. Однако некоторые нетипичные события и специфические ситуации могут привести к тому, что применение этого метода окажется нецелесообразным.

Как только Вы определили средневзвешенную величину скорректированных доходов оцениваемого предприятия, наступает момент, когда Вам необходимо выбрать метод оценки и, в соответствии с ним, ставку капитализации или ставку дисконтирования.

Выбор метода оценки

Существует от десяти до двадцати подходов к оценке, но лишь очень немногие из них имеют достаточно широкое применение при оценке средних промышленных компаний закрытого типа. Результаты, получаемые при применении всех этих подходов, в большой степени зависят от знаний и компетентности оценщика, а именно от его знания рынка и опыта работы на этом рынке. Как уже говорилось ранее в этой главе, определить стоимость новых активов и величину потока дохода довольно несложно. Настоящая трудность заключается в выборе правильного подхода к оценке и в определении ставки капитализации или ставки дисконтирования, которые привели бы к получению верных и обоснованных результатов оценки.

Таблица 21.1 Средневзвешенный доход.

Метод суммы цифр количества лет

	Доход	
1986	\$500,000 x 1 =	\$ 500,000
1987	600,000 x 2 =	1,200,000
1988	700,000 x 3 =	2,100,000
1989	800,000 x 4 =	3,200,000
1990	900,000 x 5 =	4,500,000
	15	11,500,000

11,500,000/15 = \$767,000 средневзвешенное значение

Ставка капитализации

Ставка капитализации сама по себе является показателем, суть которого понять весьма трудно и которому нелегко дать четкое определение. Расчет этого показателя производится на основе опыта и исходных посылок оценщика и требует от него похода, применение которого можно считать обоснованной и рациональной позицией. Для получения этого показателя используют много формул и методов, призванных обеспечить количественное и качественное обоснование избранного показателя, но все это — интуитивные догадки. Наиболее реалистичные результаты обычно получают специалисты, которым лучше известна текущая конъюнктура рынка. Помните, что окончательную цену определяет покупатель.

Ставку капитализации можно представить как делитель или множитель, который, будучи применен к величине дохода, дает оценку текущей стоимости потока дохода (см. следующий пример). Ставка капитализации должна отражать «норму прибыли», соотносящуюся с текущими процентными ставками и с инвестиционным риском (для привлечения покупателей им необходимо предложить процентную ставку, соответствующую уровню риска). Те же критерии применяются и к ставкам дисконтирования.

Средневзвешенный доход	\$100 000	100 000
Ставка капитализации	<u>/25</u>	<u>*4</u>
Стоимость	\$400 000	\$400 000

Один из методов вычисления ставки капитализации заключается в присвоении весовых коэффициентов нескольким основным характеристикам оцениваемой компании и дальнейшем построении шкалы оценок до максимальных значений, приемлемых для данного метода оценки; т.е. при капитализации исключительно одного дохода применяются значения от 0 до 8, а при капитализации избыточной прибыли применяются значения от 0 до 4 (см. Таблицу 21.2).

Таблица 21.2 Избыточная прибыль

Оценка каждого фактора (низкая = 0, высокая = 4)	
Риск капиталомужений	3,0
Конкуренция	2,5
Потенциал отрасли	3,5
Потенциал компании	3,0
Потенциал роста	4,0
Прилекательность	<u>3,0</u>
	19,0/6=3,2

Значение 3,2 можно использовать как множитель $100\,000 \text{ долл} \times 3,2 = 320\,000 \text{ долл}$, или как делитель $100\,000 \text{ долл} / 0,3125 = 320\,000 \text{ долл}$

Четыре стандартных подхода к оценке

В этой главе мы ограничимся кратким рассмотрением четырех стандартных подходов к оценке. Использование всех методов одновременно с усреднением полученных с их помощью результатов представляется нам нецелесообразным. Необходимо избрать один или два метода, наиболее приемлемых с учетом Вашей конкретной ситуации, и применить наиболее реалистичную ставку капитализации, которую Вы можете обосновать.

Сначала рассмотрим Метод сравнения рыночных данных. Этот метод широко и с большим успехом используют специалисты, работающие на рынке недвижимости. Суть этого подхода заключается в выявлении нескольких похожих (по размеру и типу) компаний, проданных за последние 12 — 18 месяцев, и сравнении цен их продажи. После корректировки, обусловленной различиями сравниваемых компаний, можно определить стоимость объекта оценки с приемлемой степенью точности. Этот метод хорошо работает при оценке открытых компаний, акции которых имеют устойчивый спрос на фондовом рынке и которые публикуют финансовые отчеты. Но такие акционерные компании не всегда и не во всех аспектах можно сравнить с компаниями закрытого типа; кроме того, компании закрытого типа обычно не публикуют данных о своих продажах. В связи с этим, если Вы не занимаетесь продажей компаний закрытого типа или не имеете доступа к данным о таких компаниях, Вам будет трудно воспользоваться рыночным подходом к оценке в чистом виде. Тем не менее, ситуация на рынке в подавляющем большинстве случаев является основным фактором, оказывающим воздействие на окончательную цену продажи. Поэтому влияние рыночных условий необходимо учитывать при любом подходе к оценке.

Вторым методом оценки является Капитализация взвешенных доходов. При использовании этого метода в расчет принимается только способность оцениваемой компании генерировать доход. После вычисления взвешенного дохода компании оценщик должен определить ставку капитализации (доходность или ставку дохода по инвестициям). Это значение должно отражать представление инвесторов о соотношении риска и вознаграждения (т.е. об отношении дохода по инвестициям к уровню риска) при инвестировании в данное предприятие. Обычно ставка капитализации на несколько процентных пунктов выше ставки доходности для «безопасных инвестиций» — таких, как вложения в государственные облигации и т.п. На ставку капитализации оказывает влияние стоимость чистых активов, подлежащих передаче покупателю при продаже компании, а также уровень риска для инвестиций в оцениваемую компанию. Этот метод дает хорошие результаты, если оцениваемое предприятие не относится к категории капиталоемких производств и если оценщик сможет рассчитать обоснованную ставку капитализации с достаточной степенью точности.

Третий подход к оценке включает Метод дисконтированных будущих доходов и Метод дисконтированного будущего денежного потока. Оба этих ме-

тогда основаны на идентичных концепциях и процедурах и отличаются друг от друга только тем, что при использовании первого метода акцент делается на прогноз будущих доходов, а при использовании второго метода — на прогноз будущего денежного потока. В обоих случаях прогноз составляется на пять-десять лет вперед, а затем прогнозируемые показатели дисконтируются для приведения их к нынешней стоимости и суммируются. Затем определяется стоимость компании на конец периода, на который был составлен прогноз. После этого эту стоимость приводят к текущей и суммируют с текущей стоимостью прогнозируемого дохода. Считается, что полученное в результате этих действий значение отражает текущую стоимость оцениваемой компании. При использовании этого метода не учитывается удельный вес стоимости чистых активов, кроме того, необходимо определить будущую эффективность компании, а также обоснованную ставку капитализации. На самом деле, результаты, получаемые при применении этого метода, представляют собой оценочные, приблизительные показатели. Тем не менее, этот метод имеет убежденных сторонников и в умелых руках дает хорошие результаты. Кроме того, он представляет собой хорошее упражнение для покупателей, которое может быть использовано для перекрестной проверки того, в какой степени ожидания относительно будущего компании соответствуют запрашиваемой цене.

Последний стандартный подход к оценке, который мы рассмотрим в данной главе — это Метод капитализации избыточной прибыли (на базе обоснованной рыночной стоимости чистых активов). Этот метод позволяет наилучшим образом учитывать переменные показатели промышленных компаний и давать оценку справедливой стоимости базы чистых активов компании и нематериальных активов, способствующих генерированию потока дохода. Эту процедуру можно разделить на три основных этапа.

1. Определение обоснованной рыночной стоимости материальных активов за вычетом обязательств, т.е. получение скорректированной стоимости чистых активов (пояснения по этой процедуре приведены выше).
2. Определение средневзвешенного дохода (эта процедура также объяснялась выше).
3. Определение стоимости нематериальных активов. Эта задача решается следующим образом:
 - а. Рассчитайте приемлемую рентабельность скорректированных чистых активов и процентную ставку на уровне, близком к текущей банковской ставке ссудного процента, т.е. «прайм-рейт» плюс 1 или 2 процента.
 - б. Вычтите «рентабельность чистых активов» из средневзвешенного дохода. Остаток является избыточной прибылью, полученной за счет нематериальных активов компании.

- в. Чтобы определить ориентировочную стоимость избыточной прибыли, умножьте или разделите полученный результат на обособленную ставку капитализации. Полученное число представляет собой оцененную стоимость нематериальных активов (ставка капитализации для промышленных компаний высокого и среднего уровня может колебаться в пределах от 25% до 35%).

Окончательную оценочную стоимость компании находят посредством сложения скорректированной стоимости чистых активов и стоимости избыточной прибыли. Полученный показатель — это и есть стоимость, полученная в результате оценки Методом капитализации избыточной прибыли (см. Таблицу 21.3).

Реалистичность окончательной стоимости, полученной Методом капитализации избыточной прибыли (как и любым другим методом), зависит от реалистичности оценки величины, характеризующей доходность инвестиций, и от правильности определения ставки капитализации. Единственный путь приведения этих оценок от обобщенных значений к более конкретным рыночным значениям заключается в изучении конъюнктуры рассматриваемого рынка.

За последние десять лет было много написано о методиках оценки стоимости. Разработано немало формул, позволяющих определить реальную стоимость действующего бизнеса с помощью математических расчетов. Важно помнить, что все эти формулы и методики — всего лишь инструменты, помогающие определить имеющийся экономический смысл диапазон стоимости, которую может иметь оцениваемая компания. Полученные результаты позволяют нам уверенно чувствовать себя после того, как согласована окончательная цена; но надо помнить, что все они основаны на предположениях, опыте и суждениях оценщиков.

Окончательная, согласованная цена при совершении сделки купли-продажи компании всегда отражает две простые истины:

1. Покупатель покупает будущее компании, но платит за ее прошлое.
2. В конечном счете, окончательную цену компании определяет покупатель, продавец может только согласиться с предлагаемой ценой.

Окончательная цена всегда отражает ожидания покупателей относительно будущей эффективности приобретаемой компании. Исходя из установленного диапазона стоимости, покупатель рассчитывает на то, что он сможет заплатить как можно меньше (в пределах разумного), но он должен быть готовым к тому, что ему придется заплатить по максимуму, если для этого, в соответствии с экономическими прогнозами, есть основания. Мы все знаем, что максимальная цена определяется допустимым соотношением риска и вознаграждения (т. е. она представляет собой максимальную сумму де-

Таблица 21.3 Оценка с использованием Метода капитализации избыточной прибыли

Скорректированная стоимость чистых активов (обоснованная рыночная стоимость)		\$ 1 000 000	\$ 1 000 (или)
Доходность инвестиций			
Скорректированная стоимость чистых активов	\$ 1 000 000		
Рыночная процентная ставка	<u>x 10%</u>		
Рентабельность чистых активов	100 000		
Избыточная прибыль			
Среднезвешенный доход	400 000		
Минус рентабельность активов	<u>-100 000</u>		
Избыточная прибыль	300 000		
Мультипликатор, применяемый к избыточной прибыли (низкий — 0, высокий — 4)			
Риск	3,0		
Конкуренция	2,5		
Отрасль	3,5		
Компания	3,0		
Потенциал роста	4,0		
Привлекательность	<u>3,0</u>		
Итого	19,0/6=3,2		
Стоимость избыточной прибыли			
Избыточная прибыль	300 000	300 (или)	
Умножение или деление	<u>3,2</u>	<u>+0,3125</u>	
Стоимость избыточной прибыли	960 000	960 (или)	
Общая стоимость бизнеса			
Скорректированная стоимость чистых активов	1 000 000		
Стоимость избыточной прибыли	960 000		
Общая стоимость бизнеса	\$ 1 960 000		
(Акционерный капитал или все активы и пассивы)			

нег, которой покупатель согласен рискнуть ради прогнозируемой прибыли).

Поэтому продавцы могут укрепить свои позиции, создав имидж стабильной компании с минимальной степенью риска и максимальным доходом. Чем успешнее они поддерживают этот имидж, тем выше продажная цена компании.

Прежде чем приступить к оценке компании, очень важно, чтобы продавец и покупатель изучили конъюнктуру местного рынка, которая влияет на конечную цену. Является ли местный рынок рынком покупателей или рынком продавцов (и в какой степени)? То, что можно продать в Омахе за сумму, равную трехкратному скорректированному годовому объему доходов, в Лос-Анджелесе можно продать за шести-восьмикратную сумму годового дохода (эти показатели обычно служат первой проверкой стоимости на «адекватность»). Все зависит от влияния рынка. По-настоящему полезную информацию на этот счет можно получить лишь от профессионалов, которые постоянно участвуют в операциях купли-продажи компаний на данном рынке. Такими профессионалами являются юристы, специализирующиеся на слиянии и поглощении компаний, бухгалтеры, инвестиционные банкиры и агенты/посредники, которые, будучи главными участниками сделок на рын-

ке, являются самым важным источником такой информации.

После того, как будет определен «диапазон стоимости» успешной сделки для конкретного рынка, покупателям/продавцам надо решить, могут ли они рассчитывать на то, что они смогут достигнуть своих целей «здесь и сейчас».

В качестве эмпирического правила приведем следующий показатель. Если Вы изучите усредненные показатели цены продажи средних промышленных компаний закрытого типа в национальном масштабе, то обнаружите, что цена большинства сделок по продаже таких компаний лежит в диапазоне четырех-шестикратной величины средневзвешенного дохода этих компаний. Однако при этом нам надо сразу оговорить условия, при которых эти утверждения окажутся справедливыми.

1. Скорректированная стоимость чистых активов компании в общем случае должна составлять от 40% до 60% общей стоимости.
2. Расчет стоимости должен производиться на основе взвешенного скорректированного показателя дохода за 3-5 лет, при этом текущему году должен быть присвоен наибольший удельный вес.
3. Необходимо наличие достаточных средств для финансирования сделки — как правило, с участием владельца в ее финансировании.
4. Рыночные условия должны быть стабильны; высокая инфляция или спад на рынке сказываются на значениях мультипликаторов.

При заключении типичной сделки покупатель и продавец могут ожидать выполнения следующих условий:

Продавец должен гарантировать:

- Наличие юридически оформленных документов на право собственности и на право его передачи
- Предоставление финансовой информации
- Возможность реализации товарно-материальных запасов
- Передачу оборудования в рабочем состоянии
- Предоставление полной информации относительно состояния компании и отсутствие известных продавцу факторов, которые могут оказать негативное воздействие на работу компании.

Продавцу придется:

- Дать согласие на предоставление покупателю времени для обучения и налаживания работы в течение переходного периода (обычно от 30 до 180 дней)
- Дать гарантии отказа от участия в конкуренции с компанией после

ее продажи (обычно в течение 3-5 лет)

- Дать согласие на возмещение покупателю финансовых убытков в случае нарушения гарантий или условий соглашений

Покупатель должен гарантировать:

- Достоверность предоставленной им информации о своем финансовом положении
- Возможность совершения сделки в соответствии с законодательством

Условия продажи обычно предусматривают первый взнос в размере от 20% до 40% цены приобретения. Финансирование за счет кредитов, полученных от кредитно-финансовых учреждений, может составлять от 25% до 50% общей цены, ссудный процент обычно составляет «прайм-рейт» плюс 1%-3%. Кредиты чаще всего предоставляются с рассрочкой на 5 — 7 лет с ежемесячными выплатами в счет их погашения. Обеспечением таких кредитов, как правило, служит первая закладная на все активы компании и личные гарантии покупателя.

Оставшуюся часть цены приобретения обычно в той или иной форме покрывает продавец, путем включения оговорки о выплатах продавцу в зависимости от будущих доходов компании, в форме векселя и/или договора об оказании услуг. Если это покрытие оформлено в виде векселя, то устанавливаются оговариваются гибкие условия погашения, позволяющие компании адекватным образом погашать в первую очередь первичные («старшие») векселя за счет своего денежного потока. Обеспечением в этом случае являются обычно вторая закладная на активы компании, личные гарантии покупателя и, в некоторых случаях, дополнительные гарантии со стороны поручителей или залог иного, не принадлежащего компании имущества.

Если в качестве составной части условий продажи предусматривается оговорка о выплатах продавцу в зависимости от будущих доходов, то обычно эти выплаты привязываются к легко устанавливаемым контрольным показателям — например, к объему продаж. Эта оговорка может относиться к общему объему продаж или только к согласованному сторонами росту продаж. Обычно устанавливается минимальная и максимальная сумма выплат в денежном выражении и период выплаты, который чаще всего составляет от трех до пяти лет.

При заключении многих сделок отдельно оговаривается цена, выплачиваемая собственно за компанию, и цена соглашений между продавцом и компанией об услугах, которые будут оказаны после продажи. Обычно заключаются соглашения об оказании консультационных услуг и/или об отказе от участия в конкуренции. Как правило, эти соглашения предусматривают регулярные выплаты в течение определенного периода, который чаще всего не превышает пяти лет. Помните, что эти выплаты не приносят про-

центов, поэтому необходимо учитывать текущую стоимость их совокупной суммы.

Помимо условий контракта, продавцу и покупателю важно определить наилучший способ продажи компании. Существует огромное количество вариантов, но наиболее распространенными являются следующие:

- Продажа всех активов и принятие покупателем всех обязательств компании, или же продажа части активов и принятие отдельных обязательств
- Продажа акций компании

Соглашения об услугах, которые могут составлять значительную часть общей стоимости сделки, обычно привязываются к выбранному способу продажи компании.

Способ продажи диктуется различными потребностями и соображениями обеих сторон, которые могут включать потенциальные налоговые обязательства, возможность возникновения непредвиденных обязательств, связанных с деятельностью компании, необходимость обеспечения преемственности бизнеса и т.д. В любом случае, хорош тот способ продажи, при котором выигрывают обе стороны.

По мере приближения момента продажи бизнеса важно определить потребности и задачи каждой из сторон, участвующих в сделке. Помимо очевидных задач и потребностей, как у продавца, так и у покупателя нередко имеются ключевые требования, которые определяют наличие разницы между стоимостью бизнеса и ценой его продажи. Определить и учесть эти требования, потребности и возможные препятствия — задача каждого компетентного покупателя/продавца. В процессе выполнения этой задачи постарайтесь за финансовыми и налоговыми соображениями разглядеть эмоциональные, субъективные и сиюминутные потребности сторон, участвующих в сделке. Это важно даже в тех случаях, когда одной из сторон является крупная корпорация, поскольку у вовлеченных в сделку должностных лиц и прочих людей имеются, помимо корпоративных, и собственные планы.

Часто необходимую информацию на этот счет можно получить от консультантов руководителя — юриста, бухгалтера и/или посредника. Их надо настроить на достижение цели и удовлетворение субъективных требований их клиента.

Если встать на позицию продавца, то важно отметить следующее:

Продавец:

1. Продает плоды своего собственного труда.
2. Вверяет судьбу друзей (сотрудников, клиентов, поставщиков) незнакомому ему лицу.

3. Завершает карьеру, возможно без ясных планов на будущее.
4. Отказывается от положения, дающего власть и престиж.
5. Убежден, что в этом бизнесе никто не может быть ему адекватной заменой.
6. Обеспокоен судьбой родственников, работающих в компании.
7. Озабочен проблемой назначения справедливой цены, получением в конечном итоге всех денег и минимизацией налогов.

Список можно продолжить.

С другой стороны, покупатель имеет много собственных забот, которые в корне отличны от забот продавца.

1. Действительно ли ему нужна именно эта компания и именно сейчас?
2. Сможет ли он адаптироваться к роли предпринимателя?
3. Сможет ли он успешно руководить предприятием и расширить его?
4. Сохранится ли персонал, поставщики и клиенты?
5. Не разрушит ли семью необходимость переезда на другое место жительства?
6. Благоразумно ли вкладывать накопленные в течение всей жизни сбережения в данное предприятие?
7. Что произойдет в случае экономического спада, вмешательства властей, устаревания продукции и т.д.?

На этом список вопросов не заканчивается.

Очевидно, что покупатели/продавцы должны обратиться также к анализу фактического материала, относящегося к потенциальной передаче бизнеса. То, насколько хорошо они умеют анализировать все необходимые данные, и насколько доступны такие данные, определяет их успех в обеспечении справедливой цены сделки.

В этом контексте чрезвычайно важно, чтобы все стороны заручились квалифицированной помощью со стороны юристов и бухгалтеров. Для этого следует обращаться за консультациями только к специалистам, имеющим широкий и недавний опыт в сфере продажи средних компаний и передачи прав собственности на них. В противном случае такая помощь только усложнит процесс заключения сделки, а у обеих сторон будут бесконечно возникать проблемы как в ходе этого процесса, так и после заключения сделки.

Другим крайне важным лицом, участвующим в заключении подобных сделок и обеспечивающим их поддержку, является агент/посредник по продаже компаний. Если агент обладает должным опытом, он может стать мощ-

ным подкреплением для команды продавца. Он в равной мере может быть полезен и покупателю в ходе поиска потенциального объекта законного приобретения. Задачи посредника включают оценку потенциального объекта приобретения, поиск подходящего по всем статьям покупателя, ведение переговоров относительно условий продажи и координацию действий всех основных участников сделки и привлеченных к работе специалистов. Пользу помощи со стороны опытных агентов трудно переоценить, а иных привлечь к делу и не стоит.

В целом, самое главное при купле или продаже средней производственной компании — это: собрать надежные данные; скорректировать их таким образом, чтобы они отражали реальные, фактические показатели; соизмерить эти показатели с предполагаемым уровнем риска и вознаграждения; нанять квалифицированных специалистов, которые окажут Вам содействие в этой работе с учетом Ваших интересов; согласовать в процессе переговоров условия, которые будут справедливы для обеих сторон; выявить проблемы, которые возникнут после совершения сделки, и найти способы решения этих проблем.

После совершения сделки и покупатель, и продавец должны остаться довольными ее результатами.

**Оценка компаний-дилеров
по торговле автомобилями****ТОНИ Л. АРДЖИС (TONY L. ARGIZ)
ПУНАМ ВАЙДЯ (POONAM VAIDYA)**

В 1996 г. автомобилестроительная промышленность отметила свой столетний юбилей. Сегодня эта отрасль во многом изменилась, особенно по сравнению с периодом зарождения ее деятельности. По мере развития автомобилестроения развивалась и система торговли автомобилями через дилерскую сеть. За последнее десятилетие эта торговля претерпела беспрецедентные изменения; однако многие дилеры хорошо понимают, что в следующем столетии они столкнутся с еще более радикальными переменами. Ранее компания-дилер по торговле автомобилями представляла собой точку купли-продажи автомобилей и их ремонта. Сегодня роль таких компаний расширилась и углубилась. В настоящее время автомобильные дилеры предоставляют клиентам кредиты на покупку автомобилей, занимаются страхованием и сервисом автомобилей, обеспечивают их продленное и расширенное гарантийное обслуживание, сдают машины в аренду и выполняют множество иных функций.

Дилеры по продаже автомобилей играют большую роль в американской экономике. Их деятельность жизненно важна для обеспечения благополучия экономики США. В 1997 г. совокупный объем продаж компаний-дилеров, работающих по договору франшизы с производителями, превысил 500 млрд. долл. Дилеры этой категории играют важную роль в жизни местных сообществ, поскольку они, прямо и косвенно, обеспечивают работой множество людей. Однако они не только дают работу местным жителям. Основная часть расходов этих дилеров (не считая расходов, составляющих себестоимость продаваемых ими товаров) приходится на местную экономику. Они также являются главными источниками пополнения национального и местного бюджета за счет выплачиваемых ими налогов.

В последнее время розничная торговля автомобилями находилась под воздействием множества факторов. Объем продаж новых машин в лучшем случае остается на прежнем уровне, что обусловлено наличием целого ряда неблагоприятных долгосрочных демографических тенденций. К их числу от-

носятся проблема платежеспособности населения, старение значительной части населения, родившейся в послевоенные годы во времена резкого повышения рождаемости, отставание темпов роста располагаемых доходов¹ от темпов роста цен на новые автомобили, снижение реального качества работы и рост недовольства потребителей этим обстоятельством, рост задолженности населения по потребительским кредитам (в процентах от общей суммы личных доходов), невысокий уровень личного потребления, качественное усовершенствование автомобилей, дающее возможность отложить покупку новой машины и т.д. Торговцы автомобилями вынуждены реагировать и на такие явления, как постоянное давление на прибыли, снижение маржи прибыли, рост расходов дилеров, связанный с тем, что производители стали перекладывать часть своих издержек на продавца, расширение продажи запасных частей предприятиями торговли товарами массового спроса, программы производителей по корректировке объемов и номенклатуры поставок автомобилей дилерам, а также давление со стороны законодательных и государственных органов и органов управления отраслью. Сегодня прибыльность бизнеса дилеров все в большей степени обеспечивается за счет торговли поддержанными автомобилями и доходов от таких видов деятельности, как финансовые операции, страхование и предоставление услуг клиентам.

Создание компании по дилерской торговле автомобилями требует больших затрат. Сегодня наблюдается тенденция к уменьшению количества компаний-дилеров и к их укрупнению. Крупные дилеры символизируют большие деньги. Если говорить о сфере оценки, то необходимость в оценке этого бизнеса может возникнуть на любой стадии существования таких компаний. Основные принципы оценки бизнеса приложимы и к большинству ситуаций, связанных с оценкой дилеров. Ниже мы рассмотрим только те вопросы, которые специфичны для оценки дилеров, занимающихся продажей новых автомобилей по договору франшизы с производителем.

Цели оценки компаний-дилеров по продаже автомобилей

В числе причин, по которым проводится оценка дилеров по продаже автомобилей, могут быть следующие:

ПРИМЕЧАНИЕ

Здесь и далее слова «автомобиль» и «машина» используются как синонимы, обозначающие «легковые автомобили», причем это понятие охватывает как собственно легковые автомобили, так и легкие грузовики.

¹ Доходы, которыми располагает население после уплаты налогов и других платежей государству — Прим. переводчиков

Слияние и поглощение. Розничная торговля автомобилями как отрасль переживает период консолидации, шумные поглощения акционерных дилерских групп оказали положительный эффект на действующие в отрасли факторы спроса и предложения. Специалисты, наблюдающие за развитием отрасли, отмечают, что при сделках, вызванных разнообразными причинами, начиная от стремления к присутствию в стратегически важном районе, и до смены производителя, поставляющего продукцию (те обстоятельствами, ранее не имевшими для дилеров значения), дилерские группы переходят из рук в руки по ошеломляющим ценам, рассчитанным на базе высоких значений мультипликаторов, применяемых к доходам и балансовой стоимости. Юристы, а также фирмы, оказывающие бухгалтерские и аудиторские услуги, и эксперты-оценщики бизнеса играют решающую роль на всех стадиях процесса консолидации отрасли за счет оказания услуг по оценке компаний, участия в судебных процессах, ведения бухгалтерии, организации аудита, решения налоговых вопросов и оказания других услуг.

Бракоразводные процессы владельцев дилерских компаний. Если встает вопрос о разводе, то дальновидный владелец устраивает все таким образом, чтобы бракоразводный процесс совпал с трудными для бизнеса временами. На протяжении многих лет мы выступали в таких процессах в качестве экспертов-свидетелей как со стороны дилеров-собственников компаний, так и со стороны их супруги или супруга, не участвовавших в управлении этими компаниями. Опытный специалист по оценке компаний-дилеров обладает знаниями по всем специфическим вопросам, касающимся прав собственности на компанию, особенностей управления и функционирования компаний и смежных с ними предприятий. Он консультирует своего клиента, а также предоставляет адвокату и суду информацию, необходимую для принятия решения.

Судебные дела, связанные с конфликтами между акционерами. При оценке бизнеса, проводимой в случае конфликта между акционерами, во многих штатах используется понятие справедливой стоимости, определяемой как «стоимость, которую имеет собственность или бизнес на день, непосредственно предшествовавший событию, вызвавшему конфликт, без учета скидок со стоимости или последствий, вызванных этим событием». В большинстве штатов не допускается применение скидок на миноритарные пакеты акций компании, что касается скидок, обусловленных невозможностью продать предприятие, то в некоторых штатах законодательство просто обходит данный вопрос молчанием. Эксперт-оценщик работает в тесном сотрудничестве с адвокатом, получая от того советы и указания, и в то же время оказывая ему помощь за счет своего знания прецедентов и

постоянного изучения новых ситуаций и судебных решений.

Судебные процессы против производителей автомобилей. В судебной практике довольно распространены случаи, когда компания-производитель автомобилей, заключившая с дилером договор франшизы, или производитель, с которым работает дилер, несправедливо отказывает тому в предоставлении лицензии на продажу автомобилей, не оказывает должной помощи в проведении компании по запуску продаж новых марок автомобилей, не обеспечивает достаточных средств для развертывания бизнеса, ограничивает ассортимент продаваемых автомобилей и спектр предоставляемых дилером услуг, не предоставляет льготных условий по оплате выставочных образцов автомобилей, вкладывает недостаточные средства в рекламу, навязывает дилеру непривлекательный для покупателей ассортимент машин, ограничивает передислокацию дилера, проводит аудиторские проверки, результаты которых дилер считает предвзятыми или несправедливыми. Чаще всего в таких случаях дилеры, пострадавшие от действий производителей, в судебном порядке требуют от них возмещения упущенной выгоды, компенсации ущерба, нанесенного репутации, а также возмещения ущерба, вызванного нарушением обязательств по договорам. Для этих целей обе стороны нуждаются в независимой оценке убытков для разрешения конфликта в суде или внесудебного урегулирования претензий.

Судебные процессы против дилеров. Недавно прошла серия судебных процессов, связанных с попытками фирмы «Хонда» воспрепятствовать продаже компаний своих дилеров, работающих по договорам франшизы, группам публичных дилерских компаний. Исход процессов был различным. В случаях, когда производитель автомобилей блокирует продажу таким способом, дилерская группа в свою очередь предъявляет иск производителю. Обе стороны подобного конфликта приглашают оценщиков.

Оценка для целей налогообложения при передаче прав собственности и дарении имущества. Как и в других отраслях, оценка компаний, занимающихся дилерскими продажами автомобилей, может потребоваться при дарении имущества, в случае смерти владельца, а также при планировании передачи компании по наследству при жизни владельца.

Отчет об оценке предприятия-дилера

Отчеты об оценке предприятий-дилеров обычно состоят из следующих разделов:

Общее описание бизнеса, которым занимается компания-дилер или

дилерская группа. В этом разделе дается подробное описание различных аспектов и сторон деятельности дилера. Оценщик должен указать, находятся ли помещение и оборудование в собственности дилера или взяты им в аренду, привести краткую информацию о принадлежащих дилеру или дилерской группе лицензиях на торговлю автомобилями, а также сведения о том, работает ли дилер под контролем компании, занимающейся управлением предприятиями этой отрасли, и подробную информацию о дочерних финансовых и страховых компаниях дилера.

Аналитический обзор состояния национальной экономики и влияния экономических факторов на стоимость оцениваемого предприятия-дилера. Благополучие автомобилестроения в значительной мере зависит от состояния национальной экономики. Ключевые экономические показатели — такие, как валовой внутренний продукт, темпы инфляции, процентные ставки, величина личных и семейных располагаемых доходов и степень доверия потребителей являются самыми важными детерминантами спроса на продукцию предприятий автомобилестроения. Высокие темпы экономического роста (валового внутреннего продукта), рост располагаемых личных доходов, высокий прирост населения (в том числе за счет иммиграции) и повышение степени доверия потребителей оказывают положительное воздействие на продажи автомобилей. С другой стороны, высокая безработица, высокие темпы инфляции и высокие процентные ставки оказывают на торговлю автомобилями негативное влияние. В этом разделе следует сосредоточить внимание на анализе тех аспектов общей экономической ситуации, которые самым непосредственным образом влияют на розничные продажи автомобилей.

Аналитический обзор состояния экономики в регионе, штате и конкретной местности. В розничной торговле автомобилями уровни продаж автомобилей и прибыли дилеров в большей степени зависят от местной экономической и демографической ситуации, чем от общенациональной экономической конъюнктуры. В этом разделе отчета об оценке необходимо выявить и проанализировать главные экономические показатели и факторы экономической активности, которые определяют развитие экономики штата и, соответственно, оказывают самое непосредственное воздействие на оцениваемую компанию. На объем продаж автомобилей влияют такие факторы, как увеличение численности населения, уровень доходов и процент занятости населения в данной местности, а также показатели общих темпов экономического роста. На размер сумм, затрачиваемых на покупку товаров длительного пользования и автомобилей, влияют степень доверия потребителей, ожидания, связанные с увеличением количества рабочих мест и стабильным положением в отношении

занятости, реальный уровень занятости, ожидаемый рост располагаемых личных доходов и корпоративных прибылей. В этом разделе должен быть приведен обзор состояния ведущей отрасли штата и региона. Например, при выполнении оценки предприятия, находящегося во Флориде, необходимо рассмотреть состояние туристического бизнеса этого штата. В этот раздел также следует включить анализ экстраординарных факторов — таких, как спады в местной экономике, природные бедствия, сокращение количества рабочих мест и массовые увольнения, при этом оценщик должен высказать свое мнение о возможном воздействии этих факторов на величину стоимости оцениваемого предприятия.

Обзор отрасли. В этот раздел необходимо включить анализ текущего состояния отрасли и ее перспектив. После этого следует рассмотреть лицензии, принадлежащие оцениваемой компании, и ассортимент марок продаваемых автомобилей, составив заключение о воздействии, которое оказывают лицензии и ассортимент автомобилей на стоимость компании-дилера. Кроме того, оценка может быть подкреплена анализом трендов продаж, эффективности функционирования рыночного сегмента, популярности марок автомобилей, вкусов потребителей и прогноза изменений в спросе на автомобили. В данном разделе также уместно рассмотреть вопросы конкуренции на местном уровне.

Как и при оценке любого бизнеса, заключительная часть отчета должна включать следующие разделы: анализ финансовых показателей деятельности оцениваемой компании; анализ использованных методов оценки с указанием исходных посылок, методики расчета и значений стоимости, полученных с помощью каждого из этих методов; и, наконец, итоговый раздел, в котором различные результаты оценки стоимости синтезируются в окончательное заключение оценщика о стоимости компании.

Методы оценки

Метод оценки на основе стоимости активов

При использовании этого метода сначала определяется рыночная стоимость всех отдельных активов и пассивов. Затем балансовая стоимость активов и пассивов корректируется для ее приведения к рыночной стоимости. После этого для определения стоимости собственного (акционерного) капитала оцениваемой компании из скорректированной стоимости активов вычитается скорректированная стоимость пассивов. Если для определения стоимости компании-дилера используется метод оценки на основе активов, то может потребоваться корректировка данных баланса, которую мы обсудим ниже.

1. Для дилеров по торговле автомобилями характерен большой объем товарных запасов в виде автомобилей и запасных частей. Большинство дилеров производит оценку запасов по методу LIFO («получен последним — продан первым»). Хотя этот метод позволяет автомобильным дилерам существенно экономить на сумме выплачиваемого подоходного налога, его применение приводит к значительному занижению стоимости имеющихся у дилеров товарно-материальных запасов и активов на сумму резервов, образуемых за счет сго использования. Для получения реалистичной картины стоимости предприятия-дилера стоимость товарно-материальных запасов, определенную по методу LIFO, пересчитывают на базе метода FIFO («получен первым — продан первым») посредством прибавления к стоимости активов стоимости вышеуказанных резервов. Как правило, из этой суммы должны быть вычтены потенциальные или заложенные в нес обязательства по уплате налогов на эти резервы. Таким образом учитывается величина подлежащего уплате налога на дополнительный доход, который будет получен при продаже товарных запасов. При заключении некоторых сделок купли-продажи компаний-дилеров, совершенных за последнее время, покупатели принимали на себя обязательства по уплате налогов с резервов, возникших за счет применения метода LIFO, таким образом освобождая от их уплаты дилеров, продававших свои предприятия.
2. Другой характерной особенностью компаний-дилеров по торговле автомобилями является наличие дорогостоящей, первоклассной недвижимости. Некоторые дилеры, являющиеся собственниками недвижимости, прибегают к занижению ее балансовой стоимости с целью снижения налогов или руководствуясь другими соображениями, связанными с ведением бухучета. В таких случаях балансовая стоимость недвижимости оказывается намного ниже ее реальной рыночной стоимости, что требует проведения оценки всех принадлежащих дилеру участков земли, сооружений и произведенных дилером усовершенствований. Такая оценка производится специалистами по запросу оценщика. После получения ее результатов оценщик подсчитывает разницу между оценочной стоимостью недвижимости и ее балансовой стоимостью, вычитает из этой разницы соответствующую величину налога, подлежащего уплате в случае возможной продажи недвижимости, и получают величину доходов от прироста капитала при такой продаже. При проведении инспекции объекта оценщик может обнаружить незастроенные или неиспользуемые участки земли, которые дилер держит в качестве резерва для последующего расширения бизнеса. В таких случаях оценщик-аналитик обычно переводит их в раздел неоперационных активов. Величина неоперационных активов особенно важна при использова-

нии методов оценки в рамках доходного подхода, в соответствии с которыми стоимость рассчитывается как сумма неоперационных и операционных активов, или сумма неоперационных активов и стоимости, полученной путем капитализации доходов.

3. *Многие оценщики бизнеса при оценке предприятий-дилеров используют смешанный подход.* При этом подходе к скорректированной стоимости чистых активов прибавляется «неосязаемая» стоимость франшизы, которую в данной отрасли также называют «голубым небом»². Это понятие включает стоимость «гудвилл», являющегося компонентом стоимости предприятия, не учитываемым при оценке скорректированной стоимости (материальных) чистых активов. Один из методов вычисления стоимости франшизы — умножение скорректированного объема доходов на соответствующий мультипликатор. Традиционно в таких расчетах использовались значения мультипликаторов в диапазоне от 1 до 3, но в последнее время стали применяться значительно более высокие значения. Окончательная оценочная стоимость должна быть проверена на адекватность с целью определения корректности установленных количественных значений факторов риска, использованных при оценке стоимости франшизы. Стоимость франшизы зависит от множества количественных и качественных факторов, в число которых входят рентабельность, количество проданных автомобилей, тенденции в перераспределении долей рынка, конкурентная позиция компании, марки автомобилей, которые продает оцениваемая компания, локальная экономическая конъюнктура и характеристики лицензии.
4. *Оценщику-аналитику следует учесть все важные забалансовые активы и пассивы или потенциальные (условные) обязательства.* Если руководство компании-дилера учитывает потенциальные обязательства по охране окружающей среды, то компании могут предстоять большие расходы на очистные работы. Компания может также иметь потенциальные обязательства, связанные с выплатой страхового возмещения и погашением обязательств по финансовым операциям за счет дохода от этих видов деятельности, если в бухгалтерских книгах дилера не предусмотрены соответствующие резервы для покрытия этих расходов.
5. *Оценщик-аналитик может также переработать баланс компании посредством пересчета и корректировки данных бухгалтерской отчетности.* В таких случаях оценщик выносит суждение на базе имеющегося у него опыта и знаний о практических аспектах функционирования компаний отрасли, реалистичной оценки прогнозов или же на основе предположений о наиболее вероят-

² blue sky — нереалистичный, не имеющий практического значения и стоимости — Прим. переводчиков

ных последствиях определенных событий. Для определения обоснованной стоимости обязательств компании также может понадобиться корректировка балансовой стоимости обязательств по уплате взносов в пенсионный фонд, которая не всегда отражает их фактическую величину. Возможно, понадобится переоценка обязательств по отсроченной компенсации³, которые должны отражать условия договоров найма и соглашений о выплате заработной платы и компенсаций.

В случае, если оцениваемая компания является С-корпорацией⁴, при внесении поправок в баланс необходимо учитывать сумму соответствующих налогов. Однако если компания структурирована как товарищество, осуществляющее перевод доходов и расходов в компании непосредственно на индивидуальных членов товарищества (для устранения двойного налогообложения), то при корректировке баланса соответствующие налоги не учитываются. В таких расчетах важно учитывать исходную посылку или наиболее вероятный результат корректировки подоходных налогов. Если компания-дилер оценивается как работающее предприятие, то включение суммы налогов в величину вносимых поправок может оказаться необходимым. Если оценка проводится для целей продажи активов компании, то такая корректировка может не иметь большого значения.

Доходный подход

Доходный подход к оценке предполагает определение базы доходов предприятия и выбор или расчет надлежащих ставок дисконтирования и ставок капитализации. При оценке компании-дилера с использованием данного подхода иногда применяется упрощенный способ корректировки отчета о доходах, в соответствии с которым сначала корректируется объем дохода до вычета налогов, а затем из него вычитается сумма налогов, в результате чего оценщик получает величину чистого скорректированного дохода после вычета налогов. Чаще всего при корректировке отчета о доходах вносятся следующие поправки:

- Величина скорректированного дохода должна включать изменения, связанные с образованием резервов за счет использования метода LIFO. Сумма, на которую увеличились доходы предприятия при пересчете товарно-материальных запасов на базе LIFO, должна быть прибавлена к величине чистого дохода компании до вычета налогов.

³ выплата компанией части заработной платы сотрудником компенсации в денежной форме или в форме опционов на акции по истечении определенного времени — Прим. переводчиков

⁴ корпорация, подлежащая двойному налогообложению (в отличие от S-корпорации) — Прим. переводчиков

Увеличение резервов, обусловленное применением метода LIFO, отражает сумму, на которую увеличился бы чистый доход при учете товарных запасов по методу FIFO.

- Для нормализации отчета о доходах необходимо учесть все расхождения между реальными расходами на оплату аренды и рыночной стоимостью аренды в соответствии с существующими отраслевыми нормами. Исключением служат отдельные случаи, когда оценка проводится с учетом конкретных обстоятельств — например, если после продажи бизнеса не ожидается перемен в ставках аренды. Используемые рыночные показатели арендной ставки должны быть соотнесены с площадью, местоположением и качеством зданий и сооружений объекта оценки. Если владелец компании-дилера является собственником зданий и сооружений этой компании, то средние показатели по арендным платежам для данной отрасли можно получить из данных, публикуемым Национальной ассоциацией автомобильных дилеров (NADA) в журнале *Automobile Executive*. Однако при расчете аренды для конкретной компании-дилера усредненные отраслевые показатели необходимо скорректировать с использованием данных о величине аренды сопоставимых объектов в данной местности.
- В процессе корректировки может также понадобиться нормализация величины заработка владельца. Для этого величина заработной платы и компенсаций, выплачиваемых владельцу, сравнивается с заработком лиц, занимающих сходную должность в предприятиях автомобильной промышленности в данном регионе. Подробные данные о заработной плате и компенсациях, выплачиваемых владельцу и управляющему данной компании, можно получить из отчетов от прибыли и убытках дилера и ежегодно заполняемых форм W-2. Размер заработка владельца компании также отдельной строкой указывается в налоговых декларациях в разделе, содержащем сведения о зарплате должностных лиц. Нормы заработной платы можно найти в исследованиях *Annual Statement Studies*, издаваемых компанией *Robert Morris Associates*, а также в отраслевых обзорах, публикуемых в журнале Национальной ассоциации автомобильных дилеров (NADA) *Automotive Executive*. Корректировка величины заработка владельца должна сопровождаться корректировкой налогов, начисляемых на фонд заработной платы, которая должна отражать соответствующее увеличение или уменьшение налогов вследствие изменения величины заработной платы.
- Все поддающиеся выявлению доходы, полученные дочерними страховыми компаниями и компаниями, осуществляющими гарантийное обслуживание автомобилей, необходимо прибавить к сумме чистого дохода компании до вычета налогов.

- Вмененный или условно начисленный неоперационный доход, полученный за счет неоперационных активов, должен быть прибавлен к чистому доходу до вычета налогов.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТАВКИ ДИСКОНТИРОВАНИЯ И СТАВКИ КАПИТАЛИЗАЦИИ ПРИ ИСПОЛЬЗОВАНИИ ДОХОДНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ

Как и при оценке любого другого бизнеса, в ходе определения стоимости компании-дилера по торговле автомобилями необходимо рассчитать ставку дисконтирования и ставку капитализации, которые должны отражать величину премии с учетом разнообразных рисков, с которыми сопряжена деятельность данной компании. В разделе отчета, посвященном расчету ставок дисконтирования и ставок капитализации с использованием структурного метода, следует рассмотреть воздействие существенных экономических, отраслевых и специфичных для конкретной компании факторов риска на общий уровень риска, величину премии за риск и на требуемую ставку дохода. Ниже приводится перечень некоторых факторов риска, которые необходимо отразить в величине премии за риск, учитываемой при расчете ставок дисконтирования и капитализации в ходе определения стоимости компании. Отчет об оценке должен включать детальное описание факторов риска, оказывающих влияние на стоимость, анализ ставок дисконтирования и ставок капитализации, а также анализ воздействия каждого из таких факторов на стоимость. Благоприятные факторы снижают риск и, соответственно, приводят к снижению ставки дисконтирования и ставки капитализации, тем самым увеличивая стоимость компании, в то время как неблагоприятные факторы оказывают противоположное влияние на величину этих ставок.

- Раздел отчета, посвященный расчету ставки дисконтирования, должен включать обзор состояния национальной экономики на основе важнейших экономических показателей, а также пояснения аналитика, касающиеся методики расчета ставок дисконтирования и капитализации с учетом существующего риска или его отсутствия. Наличие прогнозов, предсказывающих умеренный темп роста инфляции и низкие процентные ставки, благоприятствующие розничным продажам автомобилей, обуславливает увеличение стоимости компании-дилера, снижение уровня риска и требуемой ставки дохода по инвестициям в данную компанию.
- Указанный раздел должен также включать анализ показателей, характеризующих состояние экономики в данном штате и районе, которые оказывают непосредственное влияние на объем продажи автомобилей. В этом же разделе следует рассмотреть показатели объема продаж дилера и его доходов. Хорошие перспективы развития туризма в штате, состояние экономики которого зависит от этой об-

ласти деятельности, способствует увеличению стоимости бизнеса, поскольку такие перспективы предполагают повышение доходов и покупательной способности потенциальных покупателей автомобилей. Все это, с учетом общего уровня экономической активности в штате, в свою очередь предполагает снижение риска, присущего данной компании, и, следовательно, снижение ставки дисконтирования.

Необходимо провести анализ прогнозов, касающихся изменения конъюнктуры и конкуренции в отрасли, которые должны быть соотнесены с эффективностью бизнеса и его прибылями. Отрасль может переживать период консолидации, которая способствует повышению средних значений используемых при оценке мультипликаторов. Тем не менее, конкретная компания, работающая по договору франшизы с определенным производителем, или ее месторасположение могут оказаться непривлекательными в качестве объекта приобретения для публичной компании, демонстрирующей явное предпочтение определенным производителям или проводящей определенную стратегию географического присутствия.

В отчете должны быть рассмотрены специфические риски и возможности, обусловленные имеющейся лицензией и ассортиментом марок продаваемых автомобилей, на основании которых аналитик должен сделать вывод о воздействии этих рисков и возможностей на ставку дисконтирования. В штатах Среднего Запада лицензия на торговлю автомобилями производства США будет иметь более высокую стоимость по сравнению с лицензией на торговлю импортными автомобилями. Помимо этого, ставка дисконтирования должна рассчитываться с учетом таких факторов, как текущие предпочтения потребителей в отношении производителей и марок автомобилей и ожидаемые изменения в этой области, предпочтения в отношении характеристик автомобилей, устойчивые тренды в сфере покупки товаров. Все эти факторы должны быть проанализированы с привязкой к оцениваемой компании. Наличие у дилера большого ассортимента марок на данном рынке снижает риск, сопряженный с номенклатурой продаваемых автомобилей и степенью диверсификации бизнеса, поскольку дилер может предложить своим клиентам автомобили на любой вкус и рассчитывать на новые сделки, если его сегодняшние клиенты захотят приобрести автомобили подороже.

Если оцениваемое предприятие работает в условиях растущей или очень острой конкуренции в данном сегменте рынка, для понимания общей ситуации исключительно важен анализ рисков, присущих разным сегментам автомобильного рынка, а также анализ трендов, эффективности прошлых продаж и прогнозов. Затем на основании анализа данного сегмента рынка следует рассчитать количествен-

ные показатели, которые должны быть включены в ставку дисконтирования. Классификация рынка автомобилей и его сегментов производится на основе характеристик автомобилей, таких как размеры, система привода, тип двигателя, мощность, наличие пневматических подушек безопасности, тяговое усилие двигателя, цена, степень безопасности и прочих самых разнообразных факторов. Рынок легковых автомобилей включает следующие сегменты: дешевые автомобили; малолитражные автомобили; более дешевые автомобили среднего класса; автомобили среднего класса, более дорогие автомобили среднего класса; автомобили с характеристиками, приближающимися к характеристикам машин класса «люкс», автомобили класса «люкс», спортивные модели и автомобили специального назначения. Рынок легких грузовых автомобилей подразделяется на следующие сегменты: минивэны, полногабаритные вэны, малогабаритные спортивные автомобили-фургоны, полногабаритные спортивные автомобили-фургоны, малогабаритные пикапы и полногабаритные пикапы. Каждый сегмент рынка имеет свою уникальную и интересную историю развития.

Риск, проистекающий из ограничений, накладываемых условиями договора франшизы, или риск, связанный с потенциальной возможностью блокирования производителем продажи товаров некоторым покупателям, могут быть включены оценщиком в состав ставки дисконтирования в виде премии за риск, или же учтены в виде отдельной скидки с окончательной стоимости. В этой связи стоит отметить, что недавние судебные процессы вынудили многих производителей автомобилей пересмотреть свою политику в отношениях с дилерами, что привело к снижению вышеуказанных факторов риска.

Помимо этого, необходимо рассмотреть риски или возможности, проистекающие из требований к ассортименту продаваемых марок автомобилей, предъявляемых производителями, выдающими лицензию на продажу своих автомобилей. Изначально эти требования, заключающиеся в «выравнивании» объемов продаж разных марок, были разработаны с целью укрепления позиций дилеров; но в то же время они могут действовать как факторы, снижающие потенциальную стоимость предприятия. Например, при оценке прибыльной компании-дилера по продажам «Олдсмобилей», расположенной в районе США с развитым рынком торговли автомобилями, потенциальный риск, связанный с продажей менее популярных марок, поставляемых производителем, должен быть учтен либо путем снижения величины будущих денежных потоков, либо путем увеличения ставки дисконтирования, или же за счет применения отдельной скидки со стоимости.

Методы оценки, основанные на рыночных данных

При применении подхода, основанного на рыночных данных, аналитик стремится определить стоимость оцениваемой компании или диапазон ее стоимости на основе данных о частных сделках купли-продажи других компаний-дилеров. Публичные группы компаний, занимающиеся дилерскими продажами автомобилей, продолжают наращивать свою активность на рынке купли-продажи автомобильных дилеров, демонстрируя свои возможности на этом рынке и зачастую выплачивая за приобретаемые компании суммы, вдвое превышающие их стоимость, рассчитанную с помощью методов оценки, основанных на имеющихся данных о прошлых сделках. Первым шагом при применении рыночного подхода является получение подробных финансовых данных о купле-продаже аналогичных компаний, ценах и условиях таких продаж, информации о покупателях и других сведений, характеризующих качественные параметры этих сделок. Эти данные необходимы для проведения анализа рынка и сопоставления с объектом оценки. На основе финансового анализа и анализа рынка оценщик получает значения мультипликаторов или коэффициентов, рассчитанных как отношение цены к различным факторам стоимости или отношение заложенного в цену «гудвилл» к этим факторам, которые корректируются с учетом различных параметров. В число полезных мультипликаторов, которые могут быть выведены на основе рыночных данных, входят отношение цены к скорректированному объему доходов, отношение цены к скорректированной балансовой стоимости, отношение цены к скорректированной стоимости активов и отношение стоимости «гудвилл» к скорректированному объему доходов. Стоимость, полученная в результате применения этих расчетных мультипликаторов к оцениваемой компании-дилеру, известна под названием стоимости, основанной на рыночных данных.

Мультипликаторы, полученные на основе рыночных данных, нельзя применять к объекту оценки непосредственно: необходимо сначала скорректировать их значения с учетом того, что использованные для анализа рыночные сделки могут относиться к разряду нетипичных по их характеристикам или мотивам совершения. Анализ сделок купли-продажи компаний-дилеров, совершенных за последнее время, показывает, что покупатели при заключении этих сделок руководствовались самыми различными мотивами, среди которых можно назвать следующие:

- *Использование синергетических эффектов рынка:* создание групп автомобильных дилеров, занимающихся продажей новых автомобилей по договору франшизы с производителем, открытие магазинов по продаже подержанных автомобилей, агентств по прокату автомобилей, центров по ремонту и модернизации подержанных автомобилей с целью установления господства на главных автомобильных рынках страны; приобретение источника поставки снимае-

мых с аренды автомобилей, находившихся в эксплуатации два года, для продажи в принадлежащих той же компании магазинах по торговле поддержанными автомобилями и через мастерские, выполняющие их модернизацию.

- *Реализация стратегии увеличения доли рынка и лидерства лидирующих позиций на рынке.* Планы публичных компаний относительно экспансии и достижения господства на рынках достаточно очевидны, судя по содержанию их пресс-релизов.
- *Экстенсивная или интенсивная географическая экспансия.* Публичные компании демонстрируют явное стремление к завоеванию или к укреплению своих позиций в географических сегментах, которые относятся к 50-ти крупнейшим рынкам торговли автомобилями.
- *Приобретение лицензий на торговлю популярными марками автомобилей.* Публичные акционерные компании предпочитают приобретать лицензии на торговлю определенными марками автомобилей; они особенно заинтересованы в торговле популярными, высококачественными автомобилями, стоимость которых остается на достаточно высоком уровне даже после эксплуатации в течение некоторого периода времени; самыми популярными марками являются автомобили «Тойота», «Хонда», «Ниссан», «Шевроле», «Крайслер», «Додж» и «Форд».
- *Приобретение компаний с прочной репутацией.* Дилеры, имеющие прочную репутацию на местном рынке, продаются по более высокой цене. Некоторые публичные компании не только сохраняют название приобретенной ими фирмы, но и привлекают к работе бывшего владельца, что способствует поддержанию статуса фирмы и, соответственно, сохранению прибыли предприятия.
- *Приобретение рентабельных дилерских компаний и получение прибыли от их дальнейшей эксплуатации.* Публичные компании, владеющие сетями по торговле и обслуживанию автомобилей, испытывают все усиливающееся давление со стороны своих инвесторов, которые требуют высоких показателей роста объема продаж и прибыли; приобретение рентабельных компаний-дилеров дает быстрые результаты и обеспечивает высокие показатели роста.
- *Приобретение компаний, использующих идентичную методологию ведения бизнеса.* Некоторые публичные компании наиболее заинтересованы в приобретении дилеров, которые используют определенную методологию ведения бизнеса — например, работают по фиксированным ценам.

Если перечисленные выше качественные факторы не применимы к объ-

екту оценки, они должны быть исключены из анализа рыночной цены. Высокие мультипликаторы, выведенные на основании данных о ценах на предприятия, работающие по лицензии на продажу и обслуживание импортных автомобилей, таких как «Хонда» и «Тойота», нельзя использовать при оценке компании-дилера «Понтиака», работающей на рынке, где преобладают импортные автомобили. При оценке дилера, работающего в отдаленном городке с малой численностью населения, не могут быть использованы высокие мультипликаторы, хотя их значения и были получены на основе рыночных данных. Необходимо также сделать поправки с учетом различий между выбранными объектами сделок и объектом оценки в плане рентабельности, объема выручки, условий лицензий, номенклатуры товаров, местоположения, репутации, уровня конкуренции, клиентской базы, особенностей местной демографической ситуации, местной экономической конъюнктуры, условий продажи и других важных факторов.

Факторы, специфичные для отрасли, и отдельные тренды в дилерской торговле автомобилями в США

В этой главе мы вкратце рассказали о некоторых рисках и о возможностях, присущих розничной торговле автомобилями. Степень влияния этих факторов на оценку компании-дилера зависит от обстоятельств сделки и характеристик компании. В процессе составления отчета необходимо изучить, проанализировать и рассмотреть все отраслевые факторы, оказывающие существенное влияние на условия сделки, ставку дисконтирования и стоимость бизнеса.

Изменения в отрасли. По мере изменений в автомобилестроительной промышленности изменяется и структура дилерской торговли автомобилями. Спад в локальной торговле, совершенствование сети скоростных автомагистралей с развязками на разных уровнях и перемещение как денежных потоков, так и дилерских центров в пригороды, привели к сокращению количества и укрупнению компаний-дилеров. Крупные дилерские компании предлагают широкий выбор разнообразных марок автомобилей, продаваемых по лицензиям производителей. При этом они стремятся к наращиванию объемов продаж при снижении фиксированных накладных расходов: развертывание дилерской торговли автомобилями требует значительного капитала.

Консолидация компаний-дилеров. По мере разорения все большего числа предприятий автомобилестроения, не выдерживающих конкуренции, все более сокращается количество компаний-дилеров, продающих новые автомобили. В 1941 г., незадолго до вступления

США во вторую мировую войну, новыми автомобилями торговало 43133 дилера; к 1997 г. численность дилеров сократилась до 22367.

Возрастание роли публичных дилерских компаний. Ведущие позиции среди публичных дилерских групп, занимающихся торговлей новыми автомобилями, занимает компания Republic Industries. В 1997 г., валовой доход этой группы от операций с новыми автомобилями составил 7 млрд. долл. Среди других публичных групп, работающих в этой области, следует отметить следующие: группу компаний United Auto Group, расположенную в Нью-Йорке (валовой доход за 1997 г. — 2 млрд. долл.), Sonic Automotive Inc., Северная Каролина (950 млн. долл.), Group 1 Automotive, Техас (900 млн. долл.); Cross Continent Auto Retailers, Техас (570 млн. долл.), Lithia Motors, Орегон (320 млн. долл.). Среди публичных дилерских групп, специализирующихся на операциях с подержанными автомобилями, заслуживают внимания AutoNation, являющаяся отделением компании Republic Industries, CarMax Group, Нью-Йорк, и Smart Choice Automotive Group, Флорида.

Прогноз сохранения объема продаж новых автомобилей на прежнем уровне. Как ожидается, в обозримом будущем объем продаж новых автомобилей останется в пределах 14,5 — 15,5 млн. единиц. Рост цен обгоняет рост семейных доходов, что делает приобретение новых автомобилей затруднительным. Кроме того, повышение качества автомобилей позволяет откладывать покупку новой машины на более отдаленный срок. Становясь старше, представители поколения, родившегося в послевоенные годы во времена так называемого «беби-бума», все более неохотно меняют свои машины на новые марки.

Неустойчивость рынка новых автомобилей. Количество легковых автомобилей и грузовиков, полностью выходящих из строя и отправляемых на лом, варьируется в пределах 2 млн. штук в год, чем отчасти объясняются годовые колебания объемов продаж новых автомобилей. Объем продаж новых автомобилей также зависит от количества списываемых из парка сдаваемых в аренду автомобилей, срок эксплуатации которых, как правило, составляет от двух до четырех лет, а также от объема реализации подержанных машин.

Рост популярности легких грузовиков. Новой тенденцией стал начавшийся в 1980 г. всплеск популярности легких грузовиков, минивэнов, джипов, внедорожников и т.д. Процентная доля машин этого типа в общем количестве проданных легковых автомобилей выросла с 33% в 1990 г. до 45% в 1997 г.

Сдача автомобилей в аренду. На протяжении 80-х гг. XX века дилеры и производители концентрировали свои усилия на продаже новых ав-

томобилей. Так, в 1985 г сдача автомобилей в аренду составляла лишь 10% всех розничных сделок с автомобилями. Однако в 1995 г удельный вес таких сделок составил уже 31,5%. В настоящее время сдача автомобилей в аренду, ранее не игравшая большой роли в формировании доходов дилеров ввиду небольшого распространения этого вида услуг, заметно расширяет размер доходной ниши продукции и услуг дилеров на рынке.

Замедление продаж новых автомобилей. Потребительский спрос на новые автомобили растет все медленнее, поскольку высокие цены на новые машины делают их все более недоступными для многих людей, которым в конце концов приходится довольствоваться поддержанными машинами, пусть даже и последних марок. Изменение прежней точки зрения на «не престижность» обладания поддержанным автомобилем, растущее предложение пользующихся большим спросом поддержанных машин, сдававшихся в аренду в течение двух-трех лет — все это способствует нейтрализации накопившегося спроса на новые машины, обусловленного старением парка автомобилей.

Снижение маржи прибыли от продажи новых автомобилей. Средняя валовая прибыль от продажи новых машин за последнее десятилетие постепенно снижалась, составив в 1995 г 6,5%, что является минимальным значением этого показателя за всю историю автомобильного рынка. Ожидается, что в силу многих причин эта тенденция сохранится и в будущем. Среди этих причин можно назвать острую конкуренцию на рынке, все большее распространение практики продажи на основе единых цен, появление компаний, специализирующихся на скупке и перепродаже автомобилей, а также изобилие книг, журналов и веб-сайтов, «просвещающих» потребителей относительно фактической стоимости новых автомобилей — той, которая указывается в накладных производителей.

Повышение интереса к поддержанным машинам и увеличение прибыли от их продажи. За последнее время центр внимания дилеров сместился с продажи новых автомобилей на торговлю поддержанными машинами, что обусловлено сочетанием целого ряда факторов, таких как развитие сферы услуг по сдаче автомобилей в аренду, которое привело к увеличению предложения высококачественных, имеющих небольшой пробег машин последних моделей, списываемых из парка сдаваемых в прокат автомобилей, изменение в структуре центров получения прибыли компаний-дилеров, появление новых факторов, ограничивающих доступность новых автомобилей для потребителей. В настоящее время маржа прибыли от продажи поддержанных машин примерно вдвое больше по сравнению с торговлей новыми автомобилями, кроме того, торговля поддержанными ав-

томобилями сопряжена с меньшими издержками. В результате сложилась ситуация, когда среднестатистический дилер, работающий по договору франшизы с производителем, зарабатывает на продаже поддержанных машин больше, чем торгуя новыми автомобилями.

Заключение

При оценке компании-дилера необходимо собрать самые важные данные об этой компании, уровне конкуренции, тенденциях на рынке, о состоянии экономики в стране и положении в отрасли, скорректировать финансовые показатели работы дилера, чтобы они отражали подлинную экономическую картину его деятельности, определить качественные параметры, характеризующие уровень риска и существующие возможности компании с целью количественного выражения рисков и потенциала ее развития, произвести проверку полученных результатов с точки зрения их реалистичности для подтверждения и обоснования сделанных выводов, идентифицировать и объективно рассмотреть все важные факторы, оказывающие влияние на стоимость компании. Для выполнения этой работы целесообразно привлечь опытного эксперта по оценке компаний-дилеров по торговле автомобилями, который может оказать бесценную помощь в достижении поставленных целей.

Оценка Ресторанов**ЧАРЛЬЗ М. ПЕРКИНС (CHARLES M. PERKINS)**

В настоящее время ресторанный бизнес представляет собой крупную отрасль экономики США. По оценке Национальной ассоциации ресторанов, общий объем продаж в ресторанном бизнесе в 1999 г. составит более 354 млрд. долл., т.е. на 4,6 % превысит объем продаж в 1998 г. 1999 год станет восьмым годом подряд, когда наблюдается реальный рост в данной отрасли. В ресторанном бизнесе занято почти 10 млн. человек, работающих в 799 тыс. предприятий, оказывающих полный комплекс ресторанных услуг. В обычный день объем реализации в отрасли составляет 922 млн. долл., причем 44 % расходов среднего американца на питание приходится на рестораны.

Большинство профессионалов, работающих в данной области, признают, что золотое время 80-х годов XX века — дело прошлого, и что теперь, когда ресторанный бизнес вступает в пору большей зрелости, не следует ожидать многого в связи с ростом продаж, и надо привести свои расчеты в большее соответствие с общей экономической конъюнктурой. Компьютер, используемый в наши дни почти в 80 % всех ресторанов, стал одним из важных факторов стабилизации положения в отрасли. Хотя расширение сетей ресторанов, возможно, и замедлило рост объема продаж предприятий отрасли, принадлежащих независимым владельцам, новая технология позволяет независимому предпринимателю быстрее усваивать информацию, эффективнее управлять расходами, что сказывается на увеличении прибыли. В 90-е годы XX в., которые называют «эрой информации», применение самых современных систем управления и контроля стало жизненно важным для выживания бизнеса.

Сети ресторанов постепенно охватывают такие нетрадиционные зоны, как аэропорты, колледжи, супермаркеты, центры розничной торговли и общественные центры, завоеывая «новые точки доступа» к потребителям. Рестораны, основанные на концепции «повседневного стиля» (наподобие ресторанов Friday's, Bennigan's, Applebee's и прочих), предлагают приемлемые варианты тем клиентам, которые не могут позволить себе посещения более дорогих заведений в силу своего положения и неопределенности перспектив на будущее. Успех новых, выдержанных в тематическом стиле рес-

торанов наподобие Dave and Buster, Planet Hollywood и House of Blues свидетельствует о том, что сегодня, как никогда, клиент стремится к разнообразию и развлечениям. Фирменные пабы, кафетерии и заведения, предлагающие фирменную выпечку («бейгели»)¹ вынуждены учитывать озабоченность общества проблемами здоровья, качества и стоимости, а также то обстоятельство, что потребители проявляют к «процессу» такой же интерес, как и к продукту. Кроме того, во многих районах США потребители трудятся в условиях нестабильного, подверженного колебаниям рынка труда и получили за последние несколько лет весьма скромный прирост доходов, и поэтому они весьма сильно противятся любому росту цен.

Индустрия услуг в сфере питания — высоко диверсифицированная, фрагментированная отрасль, характеризующаяся острой конкуренцией. Согласно предварительным оценкам, в 1998 г. в общем объеме продаж отрасли, который должен составить 336 млрд. долл., на долю ресторанного бизнеса (этот сегмент составляют предприятия, оказывающие полный комплекс ресторанных услуг, и рестораны «быстрого питания»), придется около 214 млрд. долл. Объем продаж другого сегмента, который включает столовые при организациях и учреждениях, принадлежащие частным владельцам, рестораны, доставляющие готовые блюда на дом или на работу, предприятия, занимающиеся организацией питания для армии, больниц, учебных заведений и прочих учреждений, должен составить 122 млрд. долл. (см. Табл. 23.1).

На долю заведений «быстрого питания» приходится 30,9% совокупной суммы валовых доходов отрасли. В соответствии с прогнозами, в 1998 г. объем продаж ресторанов этой категории должен составить 104 млрд. долл. Темпы роста, стремительно нараставшие на протяжении последних 10 лет, стали снижаться вследствие появления новых продуктов и более эффективных маркетинговых программ. Сказывается и сокращение мест, подходящих для размещения предприятий питания. Во многих районах крупных городов наблюдается насыщение рынка в результате резкого увеличения количества точек продажи гамбургеров, мороженого, а также «бейгел-шопов», пиццерий, и появившихся недавно заведений, предлагающих бутерброды и фруктовые коктейли². Настоятельным требованием, диктуемым ситуацией на финансовом и фондовом рынке, является увеличение продаж в уже существующих предприятиях и повышение рентабельности, в противовес открытию новых заведений. Многие компании, владеющие сетями ресторанов, принимают решительные и жесткие меры в отношении своих недостаточно эффективных заведений вплоть до их закрытия.

¹ здесь речь идет о bagel shops — заведение, специализирующееся на разновидностях бубликов, относящейся к блюдам еврейской национальной кухни — *Прим. переводчиков*

² wrap and smoothie: wrap — бутерброд, в котором вместо хлеба используется плоская мансовая лепешка, в которую заворачивается начинка; smoothie — холодный фруктовый или молочный коктейль — *Прим. переводчиков*

Таблица 23.1 Прогноз продаж предприятий обслуживания в сфере питания

Сегмент	1997	1998	Изменение (в %)
Рестораны, предоставляющие полный комплекс ресторанных услуг	105 000	110 000	5,0%
Рестораны «быстрого питания»	98 000	104 000	5,2%
Прочие	118 000	122 000	3,3%
Итого	321 000	336 000	4,7%

Источник: Nation's Restaurant News, 5 января 1998 г., стр. 10

На долю предприятий, предоставляющих полный комплекс ресторанных услуг, приходится 32,7% валовых доходов отрасли. По прогнозам, в 1998 г. объем продаж в этом секторе должен составить 110 млрд долл. Национальная ассоциация ресторанов отмечает, что в то время как многие предприятия «быстрого питания» предпочли свернуть свою деятельность и не вступать в конкурентную борьбу с ресторанами, входящими в крупные сети предприятий питания, многие независимые владельцы заведений, предоставляющих полный комплекс ресторанных услуг, не просто удержали, но и упрочили свои позиции. Владельцы таких предприятий ближе к клиентам, более чутко реагируют на конъюнктуру, складывающуюся на местном рынке. Они могут принимать решения на месте, а не перекладывать ответственность на высшее руководство, находящееся где-нибудь в Далласе, штат Техас. Посмотрите на беспрецедентное увеличение количества мелких ресторанчиков, бистро и кафе, принадлежащих шеф-поварам, которые открылись за последние несколько лет в большинстве крупных городов.

Тренды

На протяжении многих лет выбор точки для размещения ресторана определялся исключительно преимуществами местоположения. К сожалению, в современных рыночных условиях хорошее местоположение не является более гарантией успеха. Самые опытные владельцы ресторанов руководствуются теперь следующими критериями: местоположение, реализация правильной концепции в выбранной точке размещения бизнеса и правильная инвестиционная политика (с точки зрения совокупных затрат на организацию и модернизацию бизнеса, цены приобретения и издержек, сопряженных с открытием предприятия).

В сегменте заведений «быстрого питания» стандарты критериев выбора точек продолжает задавать «Макдональдс». Эта компания может прогнозировать объем продажи и прибыли любой потенциальной точки с точностью до нескольких процентов, используя самые подробные демографические исследования, сложные компьютерные табуляграммы и данные о прошлых доходах более чем 12 тыс. принадлежащих ей ресторанов. Компа-

нии, владеющие сетями заведений, наподобие Starbucks³, безошибочно определяют удачное месторасположение точек для открытия своих предприятий, ориентируясь на спрос со стороны местных предпринимателей, способствуя насыщению рынка и зачастую выкупая бизнес конкурентов.

При том, что более 70 % рынка, на котором работают заведения «быстрого питания», контролируется крупными компаниями, владеющих сетями ресторанов, независимые владельцы предприятий, оказывающих полный комплекс ресторанных услуг, также начинают испытывать давление со стороны ресторанных сетей. После окончания спада, произошедшего в начале 90-х гг. XX в., национальные и региональные сети переживают стремительный рост. Этот рост напрямую связан с преобразованием 29 сетей ресторанов в открытые акционерные общества в период с 1991 по 1993 гг., что позволило им мобилизовать капитал на сумму в 2,3 млрд. долл. Это был период беспрецедентного увеличения капитала и сильного давления на отрасль со стороны Уолл-стрит, диктующей требования, связанные с увеличением продаж и повышением прибылей за счет открытия новых предприятий. Посмотрите на количество новых ресторанов, открытых в последние годы такими общенациональными сетями, как Applebee's, Boston Market, Papa John's, Olive Garden, Cheesecake Factory и IHOP.

Роль компании «Аутбэк Стейкхауз» (Outback Steak-house), нового игрока на рынке ресторанов, предоставляющих полный комплекс услуг, вполне можно сравнить с той ролью, которую играет «Макдональдс» в сегменте ресторанов «быстрого питания». Имея более 13 ресторанов, обслуживающих район Большого Бостона, со средним объемом продаж одного ресторана свыше 3 млн. 300 тыс. долл. (этот показатель учитывает только стоимость обедов), эта компания представляет собой грозного конкурента. Но поскольку стоимость недвижимости в наиболее престижных городских районах приближается к миллиону долларов, даже Outback ищет менее дорогие места в пригородах, предпочитая этот вариант снижению качества продукции или услуг вследствие высоких первоначальных издержек.

Многие владельцы ресторанов исходят из того, что на текущий момент для обеспечения условий для успешного бизнеса, соотношение продаж и совокупной суммы инвестиций в первый год функционирования предприятия должно составлять 2,5 : 1. Таким образом, если открытие нового ресторана обойдется в 400 тыс. долл., его продажи за первый год должны составить 1 млн. долл. Чтобы соблюсти это требование, многие региональные и национальные сети уменьшают размеры своих предприятий, более эффективно используя меньшие площади и открывая новые рестораны в пригородах, где конкуренция не так остра, стоимость земли ниже, арендные ставки более конкурентны, а предложение рабочей силы выше.

³ Чрезвычайно разветвленная по всей стране сеть кафе, в которых подают кофе и разнообразные кофейные напитки, пирожные и легкие закуски — *Прим. переводчиков*

В зависимости от концепции предприятия, его местоположения, стоимости материалов и местных нормативных требований к строительным работам, строительство ресторана «с нуля» может обойтись в 120-200 долларов за квадратный фут. Учитывая, что жизненный цикл ресторана в среднем составляет 5-7 лет, рестораны должны постоянно реинвестировать часть прибыли в реконструкцию, техническое обслуживание и ремонт — в противном случае сегодняшний посетитель станет искать более новые и более современные заведения.

В Табл. 23.2 приводится типичный пример обеденного ресторана площадью 5 тыс кв. футов, который принадлежит компании, владеющей региональной сетью ресторанов. В таблице приводятся данные о размере земельного участка, площади здания ресторана и распределении площадей. Кроме того, в таблице указаны размеры инвестиций, необходимых для покрытия расходов на проектирование и строительство, а также показатели доходов и эксплуатационных издержек ресторана, входящего в состав сети, по сравнению с рестораном, принадлежащим независимому собственнику.

Таблица 23.2 Пример типичного ресторана

ЗДАНИЕ*

• Земельный участок	1,5 акра	
• Здание	5,000 кв. футов	
• Парковка	100	1 парковочное место на два посадочных места в ресторане
• Площадь залов и других помещений для посетителей	60%	3,000 кв футов
• Вспомогательные и рабочие помещения	40%	2,000 кв футов
• Количество посадочных мест	200	3,000 кв футов - 15 кв. футов на каждого посетителя

ИНВЕСТИЦИИ

• Земли	\$ 500 000	
• Здание	\$ 700 000	140 кв. футов
• Меблировка и оборудование	\$ 300 000	60 кв. футов
Общий объем расходов	\$1,500,000	200 кв футов

ЭКСПЛУАТАЦИЯ

	Ресторан, входящий в сеть	Ресторан, принадлежащий независимому владельцу
• Продажи	100%	100%
• Себестоимость товаров	30%	32%
• Фонд заработной платы, пособий и пенсии	30%	32%
• Прочие	20%	20%
• Арендные платежи	5%	6%
Денежный поток	15%	10%

* пример ресторана, имеющего площадь 5 тыс кв футов

Концепции

Непосвященных людей легко может сбить с толку разнообразие концепций, используемых в ресторанном бизнесе. Даже многие из тех, кто занимается этим бизнесом профессионально, не могут провести различия между трендом и концепцией. Тренд — это нечто преходящее, непостоянное, нечто такое, чему еще надо утвердиться, чтобы это рассматривалось как долгосрочное явление. Примером тренда может служить нынешний ажиотаж вокруг сигарных баров⁴ и заведений, торгующих бутербродами с коктейлями. У концепции есть структура, постоянство, она имеет определение, отличительные черты и качество, пользующееся устойчивым признанием.

Хотя дифференцировать рестораны по стилю обслуживания, ценам и предлагаемому меню, довольно трудно, обобщенная классификация концепций, на которых основана деятельность большинства ресторанов, включает следующие категории:

Признанные концепции

- Заведения «быстрого питания»: кафе-мороженое, заведения, предлагающие «бутерброды-субмарины»⁵, пиццерии, точки продажи пончиков и бургеров.
- Кофейни: Starbucks, SBC
- Семейные рестораны: Friendly's, Denny's
- Рестораны с обедом: Outback, Chili's, Applebee's
- Рестораны национальной кухни: китайские, итальянские, мексиканские, тайские, кубинские
- Бистро/кафе: маленькие ресторанчики, обслуживающие несколько близлежащих кварталов
- Рестораны для гурманов: дорогие рестораны, принадлежащие поварам-кулинарам
- Ночные клубы: преимущественно дансинги с подачей только спиртных напитков
- Фирменные пивные бары: рестораны с полным комплексом услуг и подачей собственного фирменного пива.

Потенциальные концепции

- Рестораны, оформленные в тематическом стиле

⁴ Заведения, в которых разрешается курение сигар (а на практике — любых табачных изделий), в отличие от других баров в США, в большинстве которых, учитывая требования общенациональной программы борьбы за здоровье нации, курение запрещено. — Прим. переводчиков

⁵ Sub — от submarine (субмарина) — гигантский бутерброд, представляющий собой разрезанный пополам батон хлеба, в который кладется любая начинка по желанию покупателя. — Прим. переводчиков

- Развлекательные центры
- Сигарные бары
- «Бейгел-шопы»
- Бары только с подачей соков

Покупатель бизнеса

Сегодняшние покупатели отличаются намного более прагматичным подходом и более высокими требованиями и запросами, чем, скажем, 10 лет назад. Они пережили трудные времена — крупный спад в экономике, приведший к массовым увольнениям и сокращению производства, и теперь неплохо себя чувствуют в обстановке периода полной занятости. Они хорошо зарабатывают, имеют пакет дополнительных льгот, обеспечиваемых работодателем, и уверены в будущем экономики и в своем собственном будущем. Они прагматичны потому, что даже и имея работу в настоящее время, они не видят причин для того, чтобы рисковать накопленными за всю жизнь сбережениями, вкладывая их в приобретение бизнеса, в чем всегда есть доля риска, а удовлетворить личные запросы со временем становится все труднее. Нынешние покупатели имеют образование и обладают компьютерной грамотностью; возможно, у них есть скромные вложения во взаимные фонды; и они были свидетелями того, как за последние 10 лет фондовый рынок вырос с отметки 2000 до отметки 9000. Если бы они вознамерились инвестировать свои заработанные тяжелым трудом средства в приобретение какого-то бизнеса, они бы воспользовались услугами поверенного и бухгалтера для того, чтобы убедиться, что приобретаемый ими бизнес имеет хорошие перспективы и сопряжен с относительно невысоким уровнем риска. Покупатели этой новой породы думают головой, а не руководствуются эмоциями. Они хотят хорошо жить, иметь надежный доход и обладать престижем, с которым ассоциируется предпринимательская деятельность. Короче говоря, работать должны цифры.

Для многих из этих людей наилучшим вариантом может быть покупка лицензии (франшизы) на ведение бизнеса, с четко организованной структурой и системой, присущей данной категории бизнеса. Такой вариант может быть особенно привлекателен для бывшего менеджера среднего звена, который стремится к надежности, обеспечиваемой корпоративным прикрытием, и получает удовольствие от общения с коллегами на обязательных собраниях, посвященных подведению итогов продаж за предыдущий месяц. Впрочем, учитывая то, что недавно случилось со многими владельцами лицензий на эксплуатацию предприятий сети «бейгел-шопов» и сети ресторанов Boston Market, стоит заметить, что владение лицензией более не служит гарантией успеха.

Для того, чтобы преуспеть на сегодняшнем рынке, потенциальный вла-

делец ресторана должен постоянно расширять запас своих знаний и навыков за счет приобретаемого опыта. Владелец ресторана — это не работа: это профессия, требующая владения профессиональными методами и приемами управления. Если покупатель приобрел франшизу, его шансы на успех могут повыситься — он получает степень магистра экономики управления в «Университете Dunkin Donuts». Если покупатель решил заниматься бизнесом самостоятельно, то ему надо разработать собственный курс обязательных дисциплин.

Потенциальный покупатель должен, как минимум, выполнить следующее:

- Подготовить подробный бизнес-план для определения своих целей.
- Заручиться услугами профессионального бухгалтера и юриста.
- Активно принимать участие в работе ресторана для приобретения базовых навыков.
- Записаться на курсы повышения квалификации для изучения менеджмента.
- Привести в порядок свои личные и финансовые дела.
- Вступить в члены ассоциации владельцев ресторанов данного штата.
- Знакомиться с посвященными отрасли публикациями для того, чтобы быть в курсе текущих трендов. Издание *The Nation's Restaurant News* должно стать «настольной книгой» — так же, как *The Wall Street Journal* является настольной книгой для финансистов и биржевиков.

Агент

У покупателя есть много способов найти рестораны, выставленные на продажу. У поверенных, бухгалтеров и банкиров, специализирующихся на ресторанном бизнесе, нередко есть клиенты, которые хотят продать свои заведения. Объявления о продаваемых объектах публикуются в деловых изданиях, хотя большинство таких объявлений посвящено единовременной продаже нескольких объектов, входящих в сеть ресторанов, и лицензий на них. «Анонимный» звонок или личный визит к владельцу ресторана в выбранном покупателем районе нередко подсказывает направление дальнейших действий. Самым богатым источником сведений о предложениях на продажу ресторанов, безусловно, является список, публикуемый в местной газете в разделе объявлений о продаже бизнеса. Все это может потребовать от Вас усилий, направленных на поиск и изучение данных, но эти усилия могут быть вознаграждены — если Вам повезет, Вы вполне можете подыскать прием-

лемый вариант.

Самый эффективный способ приобретения бизнеса — воспользоваться услугами агента по продаже компаний. Агент должен иметь лицензию на ведение профессиональной деятельности в этой области и обладать большим опытом продажи ресторанов. Следует понимать, что хотя агент действует от имени продавца и обязан прилагать все усилия для защиты его интересов, порядочный агент несет также моральные и этические обязательства в отношении соблюдения интересов покупателя. Успешно работающий агент имеет объемный портфель предложений по выставленным на продажу ресторанам и может выбрать наиболее подходящий для покупателя вариант с точки зрения цены ресторана, его местоположения и других параметров.

Роль агента следует рассматривать как роль помощника и наставника. Агент имеет налаженные связи на местном рынке. Кроме того, он имеет личную материальную заинтересованность в успехе проекта. Агенту известна максимальная цена, которую готов уплатить покупатель, и минимальная цена, на которую согласится продавец. Агент хорошо понимает, какие вопросы больше всего беспокоят обе стороны, и старается предложить приемлемые компромиссы. Купля-продажа ресторана — сложный процесс; однако, если цена ресторана определена справедливо, если при продаже ресторана реализуется эффективная маркетинговая программа, и если участвующие стороны проявляют профессиональный подход к ведению переговоров об условиях сделки, то в результате этой работы должно быть выработано предложение, справедливое для обеих сторон.

Продавец

В современном обществе преуспевающий владелец ресторана пользуется признанием как профессиональный бизнесмен, разбирающийся в требованиях, предъявляемых к маркетинговой деятельности, ведению бухгалтерской отчетности, управлению персоналом и к управлению денежным потоком. Для многих людей такое признание само по себе является наградой. Для других владельцев требования, обусловленные ведением бизнеса, оказываются чрезмерными. В числе причин, побуждающих собственников продавать предприятия, чаще всего называют проблемы, возникающие вследствие недостатка управленческих навыков, плохого местоположения ресторана и нехватки капитала.

Прежде, чем активно приступить к продаже любого бизнеса, необходимо убедиться в том, что бизнес имеет достаточно высокую стоимость. Позитивные факторы следует акцентировать, а недостатки — свести к минимуму. Если продавец хочет в кратчайший срок получить максимально высокую цену от самого компетентного покупателя, то для него критически важно обеспечить надлежащую внешнюю «упаковку» продаваемого бизнеса. У потенциального покупателя наибольшую озабоченность вызывают признаки

физического износа или функционального устаревания объекта продажи. Отремонтируйте неисправное оборудование, почините сломанную мебель или замените ее. Архивы и документы должны быть упорядочены, эксплуатационные расходы приведены к норме, системы и процедуры стандартизованы.

Самым важным этапом продажи является определение реалистичной цены предложения. Ресторан, цена которого завышена, будет оставаться на рынке непроданным неопределенно долгое время, если только на рестораны, расположенные в данном районе, нет исключительно высокого спроса. На сегодняшний день в США нет ни одного ресторана, который обладал бы какими-либо уникальными, только ему присущими качествами или характеристиками. Компании, владеющие сетями ресторанов, обладают необходимыми финансовыми ресурсами и техническим опытом для того, чтобы создать новый ресторан, реализующий любую из имеющихся концепций ресторанного бизнеса. Тот факт, что Вы 30 лет держите ресторан на углу центральной улицы города, а центральная улица имеет хорошую, солидную клиентуру, не гарантирует быстрой или прибыльной продажи ресторана. Специалисты по поиску точек для размещения бизнеса получают очень хорошие деньги за то, что выискивают подходящие точки для национальных компаний, которые агрессивно расширяют свою деятельность, чтобы удовлетворить ненасытные требования Уолл-стрит по росту объемов продаж и доходов.

Учитывая нынешнюю ожесточенную конкуренцию, сегодня сделать деньги можно только на эксплуатации ресторана, но не на его продаже. Ресторан на 400 мест, который за 30 лет превратился в местную достопримечательность и посещение которого национальными знаменитостями засвидетельствовано автографами или фотографиями на стене, по современным понятиям сам по себе ничего не стоит. В большинстве случаев, если заведение не было радикальным образом модернизировано в течение последних пяти лет, его меблировка, оборудование и приспособления по современным стандартам считаются физически и функционально устаревшими, и покупатель будет требовать, чтобы на цену, запрашиваемую продавцом, была сделана скидка с учетом необходимости ремонта и модернизации ресторана.

Ресторанам, принадлежащим независимым владельцам, сегодня приходится конкурировать с ресторанами наподобие тех, что входят в сеть Outback Steakhouse. Планировка и дизайн таких сетевых ресторанов разрабатывается с использованием компьютерных программ, что способствует повышению эффективности их эксплуатации. Эти рестораны имеют самое современное оборудование. Они расположены в местах, подобранных группой работающих на Outback Steakhouse специалистов по выбору точек размещения ресторанов, которые при этом руководствовались самыми строгими критериями. Цены блюд, входящих в меню такого ресторана, рассчитаны до мельчайших подробностей, а персонал состоит из вышколенных работни-

ков, для которых руководство создает хорошие материальные стимулы. В дополнение ко всем этим преимуществам площадь здания ресторана составляет около 6400 кв. футов. При первоначальных вложениях в 1 млн. 100 тыс. долл. годовой объем продаж ресторана превышает 3 млн. 300 тыс. долл.

Оценка

При первом контакте с клиентом оценщик должен попытаться выяснить следующие основные моменты: цель оценки, предполагаемое использование отчета об оценке, наличие необходимой информации и срок, к которому клиентам потребуется законченный отчет. Одновременно оценщику следует принять предварительное решение о том, обладает ли он квалификацией, необходимой для выполнения оценки, а также интересуется ли его предложенное задание на проведение оценки.

Если первый контакт с клиентом прошел удачно, то следующее, что должен сделать оценщик — это дать подробные пояснения относительно процедуры оценки. Владельцы ресторанов славятся своей привычкой руководить предприятием, не поднимаясь из кресла. В то же время процесс оценки требует проведения встреч и регулярного согласования сроков проведения работы. Прежде, чем начинать выполнение любого задания, потребуйте подписания формального письма-поручения, в котором будут в общих чертах обозначены размеры гонорара за выполнение задания, обязательства клиента касательно участия во встречах, а также гарантии предоставления документов, которые будут запрошены в форме письма-запроса на документы. Кроме того, оценщику следует потребовать предоставления возможности работы с бухгалтером или лицом, занимающимся ведением счетов предприятия, а также оформления письменного заявления за подписью клиента, в котором тот должен подтвердить достоверность данных, содержащихся в финансовых отчетах и другой вспомогательной документации. В ресторанах существует собственная, «авторская» система отчетности, и если у оценщика нет опыта работы по оценке ресторанов и он не знает, что искать, то ему придется анализировать слишком много переменных величин. Попросите клиента и/или бухгалтера просмотреть каждую строку финансового отчета и объяснить, как эти записи соотносятся с показателями доходов и расходов. Если финансовые отчеты отсутствуют, попросите бухгалтера подготовить отчет на основании данных налоговой декларации и запросите копию пробного баланса для проверки и сопоставления.

Посещение объекта

В зависимости от характера оценки, при необходимости оценщик может затребовать от клиента предоставления демографического исследования данного рынка, выполненного специалистами. Если ресторан размещается в

здании старой постройки или в запущенном, обветшавшем здании, оценщику, возможно, следует поставить владельца в известность о необходимости проведения инспекции здания с привлечением инженера-строителя и получения заключения специалиста о состоянии холодильных установок. Учитывая текущие требования ADA⁶ и других законодательных органов, в отчете об оценке нельзя более ограничиваться заявлением о том, что «продавец гарантирует соответствие здания всем действующим нормативным требованиям и удовлетворительное состояние оборудования». Сегодня, если оценщик не располагает точными сведениями о состоянии здания и оборудования, то ему лучше выяснить это у специалистов.

Хорошим источником данных о рынке может быть местная торговая палата, а перечень городских ресторанов можно получить в региональном управлении, ответственном за выдачу лицензий. При проведении инспекции проверьте состояние улучшений в объекте аренды, а также состояние мебели, приспособлений и оборудования. Обратите особое внимание на признаки физического и функционального устаревания, не выполненного в срок технического обслуживания и текущего ремонта; определите величину скидки с цены с учетом расходов на ремонт или замену оборудования. В оценку должен быть включен последний отчет о результатах санитарно-гигиенической проверки заведения, поскольку в таких отчетах отмечаются все случаи нарушения предприятием нормативных требований, а также содержится перечень необходимых ремонтных работ.

Запрос на получение документов

Ниже приведен контрольный перечень документов, которые должны быть представлены оценщику по его письменному запросу. Используйте те документы, которые Вы сочтете необходимыми для выполнения задания, и не забудьте указать в отчете об оценке документы, которые не были предоставлены по Вашему запросу.

- Налоговые декларации (за 3 года)
- Финансовые отчеты (за 3 года)
- Данные об объемах продаж по месяцам
- Копия текущего меню
- Копии всех пресс-релизов
- Копия договора на аренду ресторана
- Копии поэтажного плана и плана земельного участка
- Перечень оборудования

⁶ Americans with Disabilities Act — Закон о защите интересов инвалидов, в котором говорится о том, что все организации, учреждения, заведения и т.д. должны иметь соответствующее оснащение, которое позволяло бы их посещать инвалидам (в инвалидных колясках) — *Прим. переводчиков*

- Отчет о последней санитарно-гигиенической инспекции
- Копии всех лицензий и разрешений
- Текущий график работы персонала с указанием рабочего времени и ставок заработной платы
- Обновленный перечень кредиторской задолженности

Финансовые отчеты

В Табл. 23.3 приведена сводная таблица данных о доходах и расходах предприятий отрасли, опубликованная в номере 7997 Restaurant Industry Operations Report. Эта информация подготовлена аудиторской компанией Deloitte & Touche, которая является партнером с ограниченной ответственностью Национальной ассоциации ресторанов. Эта сводка отражает отно-

Таблица 23.3 Распределение доходов и расходов предприятий ресторанного бизнеса*

	Рестораны, предоставляющие полный комплекс ресторанных услуг (с годовым объемом реализа- ции менее 10 млн. долл.)	Рестораны, предоставляющие полный комплекс ресторанных услуг (от 10 млн. долл. и выше)	Рестораны «быстрого пита- ния» с ограничен- ным комплексом ресторанных услуг
Источник доходов:			
Продажа блюд	89,6	76	95,7
Продажа напитков (алкогольных)	10,4	24	4,3
Расходы:**			
Себестоимость проданных блюд	32,2	30	28,4
Себестоимость проданных напитков	3,2	7,8	1,2
Заработная плата	28	26,9	24,2
Пособия и льготы сотрудников	3,9	4,2	3,7
Прямые эксплуатационные издержки	7	6,5	6,7
Музыка и развлечения	0,2	0,9	0,1
Маркетинг	2,3	2,5	5,7
Коммунальные услуги	3,2	2,3	2,8
Накладные расходы из расчета на 1 кв. фут площа- ди ресторана в день	5,2	5,3	7,4
Расходы на аренду			
Ремонт и техническое обслуживание	1,7	1,6	2
Износ	2,3	1,8	3,1
Прочие эксплуатационные расходы (топливо)	0,3	0,2	-0,4
Общие и административные расходы	3,2	4,2	3,7
Корпоративные накладные расходы	2,7	1,4	
Проценты по кредитам	0,8	0,6	0,8
Прочие расходы	0,2	0,3	0,3
Доход до вычета подоходного налога	3,6	3,5	9,5

* Все данные представляют собой средневзвешенные показатели за 1996 год

** Все показатели выражены в процентах от общего объема продаж

Источник: 1997 Restaurant Industry Operations Report, National Restaurant Association, Deloitte & Touche, LLP, стр. 11. Данные публикуются с разрешения Национальной ассоциации ресторанов.

шение доходов и расходов к объему продаж (в процентах) по репрезентативным концепциям ресторанов, предоставивших сведения для данного исследования. Такие показатели в достаточной степени показательны, вследствие чего мы рекомендуем ими пользоваться при проведении сопоставления различных ресторанов.

Факторы оценки

Единой формулы определения обоснованной рыночной стоимости ресторанов не существует. Каждый ресторан подлежит рассматривать индивидуально, с учетом достоинств, которыми он обладает. Возможно, при оценке ресторанов, работающих по договору франшизы, могут применяться эмпирические правила, поскольку материнская компания пристально следит за эффективностью работы таких ресторанов, а определенный уровень продаж, как правило, обеспечивает сопоставимый уровень доходов. К сожалению, в случаях, когда речь идет о ресторанах, принадлежащих частным владельцам, эмпирические правила не имеют силы, поскольку собственники таких ресторанов зачастую не имеют профессиональной подготовки или опыта, необходимых для полной реализации потенциала их бизнеса; кроме того, такие заведения не несут ответственности за достоверность данных бухгалтерского учета.

Существует четыре фактора, которые следует принимать во внимание при определении стоимости ресторанов. Возможно, приводимые факторы, которые обуславливают более высокую стоимость бизнеса, кажутся достаточно узкими, но, тем не менее, они достаточно обширны для того, чтобы охватить большинство аспектов, которые оказывают положительное воздействие на объем продаж или на доходы.

Факторы, оказывающие влияние на величину стоимости

- *Объем продаж.* Успешный рост объема продаж в прошлом; реализация концепции, способствующей устойчивому росту бизнеса при минимальных капиталовложениях.
- *Денежный поток.* Объем денежного потока после вычета величины вознаграждения владельца-управляющего за его услуги, рассчитанного на основе среднеотраслевой ставки, превышает 10% объема продаж.
- *Состояние улучшений.* Состояние улучшений в арендуемом объекте соответствует требованиям соответствующих нормативов; мебель, приспособления и оборудование имеют качество выше среднего и не обнаруживают признаков физического износа, либо функционального, технологического или экономического устаревания.

- *Условия аренды.* Наличие договора аренды сроком на 10-15 лет при базовой арендной плате, не превышающей 6% годового объема продаж для ресторанов, предоставляющих полный комплекс услуг, или 10% для предприятий «быстрого питания» (Управляющие ресторанами рассчитывают арендную плату в процентах от объема продаж, в отличие от стоимости аренды одного квадратного фута).

Поиск сопоставимых ресторанов

По мнению многих оценщиков, доходный подход представляет собой наиболее подходящий метод оценки ресторанов, поскольку он позволяет потенциальному покупателю принять подкрепленное информацией решение о капиталовложениях, основанное на данных о прошлых доходах предприятия. Обоснованная рыночная стоимость бизнеса определяется его прибыльностью, которая соотносится с наличием денежного потока, генерирующего средства, необходимые для обслуживания долга и обеспечения достаточной, соизмеримой со степенью риска доходности инвестиций владельца. Если инвестор теоретически может ежегодно в течение пяти лет получать прибыль в размере 20% за счет вложения средств в профессионально управляемый портфель акций, то с учетом риска и ответственности, сопряженных с владением рестораном, ставка доходности по инвестициям в данный вид бизнеса должна быть гораздо выше.

Некоторые специалисты, занимающиеся оценкой ресторанов, отстаивают применение подхода, основанного на прямых рыночных данных, при котором используются данные о сделках, основанные на реальных ценах продаж сходных предприятий. На протяжении многих лет этот подход имел ограниченное применение из-за трудностей, сопряженных с получением надежной информации. Однако компьютер и технологии XXI века предоставили возможность получения мгновенного доступа к неограниченному объему данных, содержащихся в различных источниках.

К числу давних сторонников подхода, основанного на прямых рыночных данных, относится Рей Майлз из Института оценщиков бизнеса (IBA). После появления современных баз данных, которые включают текущие разработки IBA, справочник BIZCOMPS, составленный Джеком Сэндерсом, а также недавно опубликованный справочник Pratt's Stats, подготовленный Шенноном Праттом, Метод прямых рыночных данных получил признание в качестве правомерного и всестороннего подхода к оценке. Полученная с его помощью информация объективна и доказательна; кроме того, она в наибольшей степени отражает текущую рыночную конъюнктуру.

Обоснованная рыночная стоимость

Цена предложения — это цена, которую хочет получить продавец. Цена продажи — это цена, которую продавец получает. Обоснованная рыночная стоимость — это максимальная цена, которую готов уплатить покупатель, и

минимальная цена, на которую готов согласиться продавец.

Существуют три подхода к определению стоимости, которые традиционно применяются как при оценке недвижимости, так и при оценке бизнеса: рыночный подход, затратный подход или подход, основанный на стоимости активов, и доходный подход. Если оценщик недвижимости при определении стоимости конкретного объекта может применять все три подхода, то оценщик бизнеса выбирает только те подходы, которые в наибольшей степени соответствуют выполнению поставленной перед ним задачи, и использует такие методы в рамках соответствующего подхода, которые позволяют учитывать объем валового дохода и потока доходов, являющихся предметами анализа.

РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД

Основу рыночного подхода составляет принцип замещения. При применении этого подхода оценщик определяет рыночную стоимость на основе реальных цен продажи сходных по концепции ресторанов и производит корректировку полученных значений с учетом различий в таких показателях, как объем продаж, денежный поток, состояние мебелировки, произведенные улучшения и условия аренды.

При применении данного подхода сложность заключается в том, что очень немногие рестораны имеют достаточное количество общих характеристик, дающих возможность проведения сопоставления с получением значимых результатов. Кроме того, достаточно сложно получить точную информацию, поскольку, в отличие от сделок с недвижимостью, при купле-продаже ресторанов закон не требует регистрации цены продажи с указанием стоимости ее отдельных составляющих, т.е. стоимости таких активов, как лицензия на торговлю спиртными напитками, соглашение об отказе от участия в конкуренции и «гудвилл».

В тех случаях, когда в наличии имеется достаточно данных по конкретным сделкам купли-продажи ресторанов, рыночный подход может применяться весьма эффективно. Данный подход наиболее точно отражает текущую рыночную активность, не зависит от субъективных суждений оценщика и определения им ставки дохода с учетом общего риска, или риска, характерного для данного предприятия или отрасли. Рыночный подход особенно часто используется при купле-продаже лицензии (франшизы) на эксплуатацию ресторана. Кроме того, он служит стандартным критерием, которым руководствуются как покупатели, так и продавцы. С учетом всего вышесказанного, рыночному подходу можно относиться с большим доверием, ибо по сути рыночную стоимость определяют именно покупатели.

В рамках рыночного подхода для оценки ресторанов более всего подходят два метода — метод определения отношения *цены к выручке* и метод определения отношения *цены к дискреционным доходам*. Оба метода ос-

нованы на использовании мультипликаторов, полученных в результате изучения данных о сделках купли-продажи сопоставимых компаний.

Метод определения отношения цены к выручке. Применение этого метода требует составления репрезентативного перечня проданных за последнее время ресторанов и сравнения объекта оценки с этими ресторанами. Информацию о совершенных за последнее время сделках можно получить из нескольких источников: от местных агентов, специализирующихся на купле-продаже ресторанов, из базы данных Института оценщиков бизнеса, издания Pratt's Stats и из справочника BIZCOMPS. Большую помощь могут оказать агенты, специализирующиеся на купле-продаже ресторанов, при условии соблюдения конфиденциальности предоставленной ими информации и обеспечения содействия со стороны оценщика.

В Табл. 23.4 приведен перечень 23 ресторанов, проданных за недавний период времени в районе Большого Бостона. Эти рестораны были выбраны по причине сходства их характеристик. (Поскольку сделки купли-продажи ресторанов не фиксируются официально, а конкретные подробности этих сделок конфиденциальны и в силу своего характера являются частной информацией, в таблице указываются только названия городов).

Рестораны выстроены в порядке, который соответствует их месту в приведенном ранее перечне, озаглавленном «Факторы, оказывающие влияние

Таблица 23.4 Сделки купли-продажи ресторанов

	Город	Отношение цены к выручке
ВЫШЕ СРЕДНЕГО 32%	Ньютон	34%
	Бостон	32%
	Сломпскотт	30%
	Ньютон	31%
	Уэллесли	31%
	Бруклин	31%
	Кембридж	35%
СРЕДНИЙ 27%	Ньютон	32%
	Ньюберипорт	25%
	Дэнверс	26%
	Бруклин	27%
	Эндовер	28%
	Бостон	29%
	Салсбери	25%
	Бостон	25%
	Уэбстер	23%
	Эндовер	23%
НИЖЕ СРЕДНЕГО 20%	Кембридж	23%
	Кембридж	21%
	Фремлингем	19%
	Бостон	18%
	Берлингтон	15%
	Пибоди	15%

Приведенная в таблице информация основана на данных о реальных сделках купли-продажи ресторанов, предоставленных компанией The Boston Restaurant Group, Inc.

на величину стоимости». Рестораны, обозначенные как «выше среднего», имели следующие характеристики:

- Продажи: мощный потенциал роста продаж
- Денежный поток: денежный поток превышает 10% от объема продаж
- Состояние: ресторан готов к сдаче «под ключ».
- Аренда: аренда на срок не менее чем 10 лет по конкурентоспособным ставкам

Рестораны, которые указаны в перечне как входящие в число заведений ниже среднего уровня, характеризовались наличием целого ряда негативных факторов, таких как: сокращение объемов продаж, низкий объем денежного потока, неудовлетворительное состояние оборудования и улучшений в объекте аренды и неблагоприятные условия аренды. Большая часть этих ресторанов впоследствии была полностью модернизирована покупателями, которые перестроили их в соответствии с новыми концепциями и добились более выгодных условий аренды.

В Табл. 23.5 приведен выборочный перечень ресторанов, принадлежавших независимым владельцам и имевших большой объем продаж, которые были недавно проданы в районе Большого Бостона. Из них два ресторана в Кембридже принадлежали шеф-поварам высокой категории, но с учетом планов новых владельцев по изменению концепции этих ресторанов, с их цены была сделана скидка с учетом затрат покупателя на проведение таких работ. Дело в том, что многие рестораны, имевшие большие объемы продаж, уже достигли «пика» своего потенциала роста, и поэтому покупатели были готовы к их приобретению только при условии снижения цены для покрытия расходов на модернизацию заведений. Наш опыт подсказывает, что рестораны, имеющие объем продаж свыше 1,5 млн. долл., продаются по цене, рассчитанной на базе более низкого значения мультипликатора (22% — 25%), по сравнению с ресторанами с более низким объемом продаж (при их продаже значение мультипликатора составляет от 25% до 30%).

Табл. 23.5 Выборочный перечень ресторанов

МЕСТОПОЛОЖЕНИЕ	ОБЪЕМ ПРОДАЖ	ЦЕНА	МУЛЬТИПЛИКАТОР	СОСТОЯНИЕ
Гарнارد-сквер	\$ 2 200 000	\$500 000	23%	Удовлетворительное
Кембридж	2 200 000	475 000	22%	Удовлетворительное
Дэнверс	2 000 000	500 000	30%	Хорошее
Кембридж	1 500 000	375 000	25%	Хорошее
Бостон	1 500 000	500 000	30%	Хорошее
Ньютон	1 400 000	600 000	42%	Очень хорошее
Эндовер	1 380 000	325 000	23%	Удовлетворительное
Уэллсли	1 000 000	275 000	28%	Хорошее
Бостон	990 000	275 000	27%	Хорошее

Метод отношения цены к доходам. Применение этого метода требует от оценщика составления репрезентативного перечня недавно проданных ресторанов и проведения сравнения объекта оценки с этими ресторанами. Информацию о совершенных за последнее время сделках можно получить из нескольких источников. Ее можно получить у местных агентов, специализирующихся на купле-продаже ресторанов, из базы данных Института оценщиков бизнеса, из издания Pratt's Stats и справочника BIZCOMPS. Однако при этом очень важно идентифицировать сопоставимый показатель потока доходов.

Для ресторанов наименьшим общим знаменателем доходов и наиболее значимым показателем является величина, кратная объему дискреционных доходов после вычета вознаграждения, выплаченного владельцу (EBITD). Величина этого вознаграждения должна рассчитываться на основе текущих рыночных показателей. С учетом рисков и обязательств, сопряженных с владением рестораном, в большинстве районов США обоснованный размер вознаграждения варьируется в пределах от 35 тыс. до 45 тыс. долл.

В Табл. 23.6 приведен перечень ресторанов, недавно проданных в районе Большого Бостона. Эти рестораны были выбраны по причине сходства их характеристик по таким показателям, как состав меню, цены, окружающая среда и стиль обслуживания. (В данном случае также указаны только названия городов, поскольку сделки купли-продажи ресторанов официально не

Таблица 23.6 Сделки купли-продажи сопоставимых ресторанов

Город	Мультипликатор доходов*	Ставка капитализации**
Бостон	2,5	40%
Свампскотт	2,6	38%
Бруклин	2,7	37%
Ньюберипорт	2,7	37%
Эндовер	2,7	37%
Кембридж	2,7	37%
Уэллесли	2,8	35%
Эндовер	2,9	34%
Ньютон	3,1	32%
Бостон	3,2	31%
В среднем	2,8	36%

* *Мультипликатор доходов.* Мультипликатор доходов определяется путем деления цены продажи на скорректированную величину денежного потока компании

$$\$300\,000/\$100\,000=3,0$$

** *Ставка капитализации.* Ставка капитализации определяется путем деления скорректированной величины денежного потока компании на цену продажи.

$$\$100\,000/\$300\,000=33\%$$

Приведенная в таблице информация основана на данных о реальных сделках купли-продажи ресторанов, предоставленных компанией The Boston Restaurant Group, Inc.

регистрируются, а информация о конкретных деталях этих сделок считается конфиденциальной и рассматривается как частная собственность).

Метод капитализации доходов следует применять в тех случаях, когда результаты текущей деятельности приближаются к показателям, которые, в соответствии с прогнозами, могут быть достигнуты в будущем при условии сохранения преемственности менеджмента и нормальных темпов роста. Выбор ставки капитализации или мультипликатора доходов не должен быть произвольным или субъективным: желательно, чтобы их значения были основаны на шкале, построенной с учетом отраслевых норм. Постановление 68-609 Налоговой службы США гласит: «Разумная ставка доходности активов определяется текущей процентной ставкой, преобладающей в рассматриваемой отрасли на момент проведения расчета». Шеннон П. Пратт в своей книге «Оценка малого бизнеса и профессиональной практики» (Valuing Small Businesses and Professional Practices) пишет:

«Если стандартом стоимости служит обоснованная рыночная стоимость, то корректной ставкой капитализации является ставка доходности для большинства видов сопоставимых инвестиций, по которым имеются данные, скорректированная с учетом риска и других особенностей...» (стр. 201).

«При наличии относящихся к делу данных желательно также определить ставку капитализации или диапазон ставок капитализации с использованием метода прямых рыночных сравнений. Наилучшая возможность применить этот метод появляется в тех случаях, когда оценщик располагает данными о продажах других сопоставимых компаний закрытого типа» (стр. 203).

Ставки капитализации, полученные на основе данных о реально совершенных сделках купли-продажи сопоставимых ресторанов, гораздо более точны, чем ставки, рассчитанные структурным методом с учетом общих факторов инвестиционного риска, которые спекулятивны по своей природе и имеют мало общего с факторами риска и рыночными силами, действующими в конкретном сегменте рынка купли-продажи бизнеса.

ПОДХОД НА ОСНОВЕ СТОИМОСТИ АКТИВОВ

Подход, основанный на стоимости активов (его часто называют затратным подходом), сопряжен с проведением оценки остаточной стоимости воспроизводства или замещения улучшений, имеющихся в ресторане. Стоимость замещения равна стоимости воспроизводства объекта и создания улучшений, равных по качеству существующим улучшениям, которую определяют на конкретный момент времени. Из этой величины вычитается вся амортизация с учетом уменьшения стоимости, вызванной физическим износом, либо функциональным или экономическим устареванием.

Большинство оценщиков считает этот метод наименее надежным способом определения стоимости ресторанов, поскольку стоимость активов должна быть соразмерна их способности генерировать продажи и прибыли.

Стоимость многих ресторанов превышает стоимость их активов, в то время в других случаях она значительно ниже стоимости активов. Другой недостаток этого метода заключается в том, что при его использовании не учитывается как объем продаж, так и объем прибыли.

При оценке ресторанов применяется один из вариантов подхода, основанного на стоимости активов. Данный метод заключается в анализе отношения совокупной величины инвестиций, включающей все вероятные расходы покупателя на модернизацию или конверсию заведения, к прогнозируемому объему продаж в первый год после смены владельца.

Компания Outback Steakhouse, владеющая одной из самых успешных и быстро растущих сетей ресторанов в США, в настоящее время расходует 1 млн. 100 тыс. долл. на открытие ресторана площадью 6400 кв. футов с ожидаемым объемом продаж в течение первого года работы в размере 3 млн. 300 тыс. долл.; т.е. отношение объема продаж к величине инвестиций составляет 3,0:1,0. С учетом риска, ответственности и неопределенности, сопряженных с приобретением ресторана, ранее принадлежавшего независимому владельцу, расчетливый владелец-управляющий при покупке ресторана должен также исходить из соотношения не менее, чем 3 к 1.

Судя по текущей ситуации на рынке, ресторан с объемом продаж на уровне 1 млн. долл., находящийся в отличном состоянии и готовый к сдаче «под ключ», при наличии всех факторов, благоприятно влияющих на стоимость, должен иметь стоимость, равную 333 333 долларов, с небольшими отклонениями в ту или другую сторону. Если данный ресторан нуждается в изменении концепции, либо в инвестициях для модернизации оборудования или для приведения оборудования в соответствие с требованиями местного законодательства, то покупатель может потребовать предоставления ему скидки с цены на величину затрат на реконструкцию ресторана.

ДОХОДНЫЙ ПОДХОД

Доходный подход основан на прогнозе будущих доходов. Многие оценщики бизнеса отдают предпочтение именно этому методу, поскольку он позволяет покупателю принять обоснованное инвестиционное решение на базе показателей работы компании за прошлые периоды. При этом обоснованная рыночная стоимость определяется способностью бизнеса генерировать доходы с точки зрения производства денежного потока, необходимого для обслуживания долга и обеспечения для владельца адекватной доходности инвестиций, соизмеримой с риском ведения данного бизнеса.

Рестораны приобретают покупатели двух категорий: независимые покупатели и покупатели, представляющие ресторанные сети. На сегодняшний день сети и открытые акционерные компании контролируют свыше 50% рынка предприятий обслуживания в сфере питания. В случае, если заведение приобретается ресторанной сетью, единственными активами, которые

представляют интерес для покупателя, являются местоположение ресторана, имеющиеся у него лицензии и, возможно, хорошие условия аренды. Чаще всего сети ничего не платят за «гудвилл» продавца или за существующую концепцию ресторана, а «главную цену» платят, исходя из рыночной стоимости приобретаемых активов⁷.

При оценке ресторанов, принадлежащих независимым владельцам, доходный подход, пожалуй, является наименее надежным. Выполняемая посреднической фирмой корректировка финансового отчета продавца и применение произвольной ставки капитализации, определенной «структурным» методом с учетом факторов риска, свойственных данной отрасли и конкретному ресторану, имеют мало общего с действительностью и с рыночной конъюнктурой, складывающейся в отрасли. Современный покупатель — это энергичный, самодостаточный предприниматель, стремящийся заняться делом и вести определенный образ жизни; человек, который скорее читает разделы «Спорт» и «Стиль жизни» в местной газете, нежели *The Wall Street Journal*. Если бы покупатель стремился только к получению прибыли на инвестированный капитал, то он выгадал бы больше, если бы вложил свои деньги, заработанные тяжким трудом, не в ресторан, где по современным стандартам прибыль в 10% считается чрезвычайно высокой, а в управляемый профессионалами портфель акций, поскольку за последние несколько лет такие инвестиции приносили прибыль в размере 20% — 25%.

Заключение

Единой формулы, которой можно воспользоваться для определения обоснованной рыночной стоимости любого ресторана, не существует. Каждый ресторан следует оценивать только по присущим ему достоинствам. Однако наш опыт говорит, что до экономического спада 1986 г. рестораны, готовые к сдаче «под ключ», при наличии всех факторов, благоприятно влияющих на стоимость, продавались по цене, равной 40% от объема их продаж и при ставке капитализации, равной 25%. С тех пор цены продажи ресторанов движутся по нисходящей кривой, и в 1998 г. они достигли уровня, равного примерно 30% от объема продаж при ставке капитализации 30% — 35%. Причинами падения стоимости ресторанов являются:

- Ужесточение конкуренции со стороны компаний, владеющих сетями ресторанов
- Напряженность на рынке рабочей силы
- Трудности в получении банковских кредитов на приобретение ресторанного бизнеса

⁷ На основе проведенного 4 марта 1997 г. телефонного опроса специалистов по выбору точек для размещения ресторанов, работающих на следующие компании: *Chili's*, *Hometown Buffet*, *Bertucci's*, *Shorly's*, *Dakota* и *Border Cafe*. — *Прим. автора*

- Рост стоимости недвижимости и арендных платежей при том, что объем продаж во многих районах США сохраняется на прежнем уровне
- Сегодня управление рестораном — это не стиль жизни, устраивающий владельца-управляющего. Продолжительность рабочего дня управляющего рестораном велика, а обязанности весьма обременительны.
- Сегодня в США ни одна концепция ресторана не обладает какой-либо уникальностью. Сети ресторанов обладают финансовыми ресурсами и техническими возможностями, позволяющими реализовать любую из существующих концепций.

Для получения значимых и надежных результатов оценки необходимо обеспечить их соответствие определенным стандартам, гарантирующим обоснованность стоимости и обеспечивающим ее соответствие текущей рыночной конъюнктуре. Ниже приводятся контрольные перечни отраслевых показателей, характеризующих величину и процентное соотношение эксплуатационных расходов, издержек и других показателей ресторанов, которые можно использовать в процессе оценке в качестве ориентира.

В Таблице 23.7 «Проверка корректности оценки» приводятся данные, относящиеся к величине покрытия долга и окупаемости инвестиций, а также определение для обоснованной стоимости. В Таблице 23.8 «Эмпирические правила: операционные данные» содержатся выраженные в процентах

Таблица 23.7 Проверка корректности оценки

Объем продаж ресторана	\$1 000 000	
Денежный поток	\$ 100 000	10%
Обоснованная рыночная стоимость	\$ 300 000	
• Мультипликатор, применяемый к объемам продаж		30%
• Мультипликатор, применяемый к денежному потоку		3

Покрытие долга

При наличии долгового обязательства на сумму 300 тыс. долл. со сроком погашения пять лет с начислением процентов по годовой ставке 10%, расходы на обслуживание долга составят 76500 долл., что приблизительно составляет 75% денежного потока. Такой показатель является приемлемым.

Период окупаемости

Покупатель возместит свои первоначальные инвестиции в сумме 300 тыс. долл. за три года. Учитывая цикл жизни ресторанов, равный 5 годам, такой показатель считается приемлемым.

Период погашения долгового обязательства

Покупатель выплатит основную сумму долга и начисленные на него проценты в течение 5 лет, и в течение второго пятилетнего срока аренды будет иметь возможность получения более значительного дохода.

Правомерность

Обоснованная рыночная стоимость является правомерной в том случае, если конкретные цифры убедительны для клиентов.

показатели, которые, исходя из финансового отчета ресторана, следует рассматривать как «средние или нормальные». В Таблице 23.9 «Эмпирические правила: оценка» приводятся данные о реальных сделках, совершенных при обстоятельствах, в которых бизнес не мог быть оценен с помощью традиционных подходов и методов.

Таблица 23.8 Эмпирические правила: операционные данные

- Заработная плата владельца-управляющего: 30-40 тыс. долл.
- Денежный поток (после вычета заработной платы владельца): 5% — низкий, 10% — средний, 15% — высокий
- Аренда: 5% — 6% для ресторана, оказывающего полный комплекс услуг
- Аренда: 9-11% для ресторанов «быстрого питания»
- Срок аренды: минимум 10 лет (5+5)
- Увеличение арендной платы: ежегодно на 2% — 3%
- Расходы на рекламу: 1% — 2%
- Расходы на техническое обслуживание и текущий ремонт: 1,5% — 2,5%
- Себестоимость продукции: 27% — 37% (в зависимости от концепции ресторана)
- Фонд заработной платы (включая заработную плату управляющего): 27% — 37% (в зависимости от концепции)
- Коммунальные услуги: 3% — 4%
- Первичные издержки (продукты и заработная плата): 60% — 65%
- Кредит, предоставляемый по линии Администрации малого бизнеса: на 5 лет, под 10% годовых
- Срок обновления/модернизации: через 5-7 лет.

Таблица 23.9 Эмпирические правила: оценка

Оценка нового бизнеса

Если ресторан работает менее 12 месяцев, то он не имеет показателей доходов за прошлые периоды. Рассчитайте объем продаж в годовом исчислении. В зависимости от состояния мебелировки, приспособлений и оборудования, стоимость ресторана будет составлять от 15% до 20% этого объема.

Отрицательная величина денежного потока

Используйте процедуру оценки нового бизнеса. Величина мультипликатора объема продаж должна составлять 15% — 20% за вычетом скидки на расходы по обновлению, модернизации и изменению концепции заведения.

Малый срок аренды

Определите стоимость, которую имел бы ресторан при договоре аренды сроком 10 лет, и вычтите из этой стоимости соответствующую сумму, рассчитанную на основе оставшегося количества лет до истечения срока аренды.

Высокая стоимость недвижимости при низких объемах продаж

Если объем продаж ресторана не покрывает сумму, полученную по закладной, то его общая стоимость сводится к стоимости недвижимости.

Низкая стоимость недвижимости при больших объемах продаж

Большинство банков предоставляет кредиты в размере, не превышающем 70% от стоимости недвижимости. Для того, чтобы получить устраивающую его цену, продавец будет вынужден получить вторую закладную под банковский кредит и предложить очень выгодные условия продажи.

Дополнительная недвижимость

Владельцы ресторанов используют недвижимость — они не вкладывают в нее деньги. Для ведения бизнеса им нужно не больше одного-двух акров земли, поэтому дополнительную недвижимость следует продать.

Устаревшая концепция

Покупатель должен получить скидку в размере 20% от объема продаж, на расходы, сопряженные с модернизацией ресторана.

Деловая репутация продавца

«Гудвилл» продавца может ничего не стоить с точки зрения покупателя, если «гудвилл» не поддается отчуждению и передаче от одного собственника другому.

Ресторан, носящий имя владельца

В таких случаях «гудвилл» может оказаться неотчуждаемым. Стоимость такого ресторана равна стоимости его активов «на месте».

Чрезмерно высокая арендная плата

Снизьте цену из расчета арендных платежей на уровне 6% — 10% от объема продаж.

Потенциал

Покупатель приобретает ресторан потому, что у ресторана есть потенциал, но он за него не платит.

Единичные события

Выполняя оценку, оценщик должен принимать во внимание следующие единичные события, которые могли сказаться на объеме продаж в течение ограниченного периода времени, но, скорее всего, не повторятся в будущем:

- Небывалые метели
- Небывалые наводнения
- Крупные строительные работы
- Бейсбольный/футбольный матч
- Появление нового конкурента
- Пожары (как, например, во Флориде)

Оценка медицинской практики

РОБЕРТ ДЖЕЙМС (ROBERT JAMES)

Кто примет решение, когда доктора расходятся во мнениях?[1]

— *Александр Поуп (Alexander Pope), 1732 г.*

Вполне возможно, что distinguished доктор медицины Маркус Уэлби (Marcus Welby, MD) не смог бы точно определить, чем занимается медицина в наши дни. Ежедневно на экранах биржевых компьютеров на Уолл Стрит нескончаемой чередой мелькают коды и биржевые котировки акций инвестиционных компаний, работающих в сфере здравоохранения. Прорыв рыночных отношений в область медицины привел к возникновению таких компаний, как PhyCor, Pediatrix, и MedPartners, которые стремятся управлять ценообразованием в отрасли, обеспечивая при этом повышенное качество обслуживания и уделяя пристальное внимание удовлетворению запросов потребителей. Некогда надомный промысел, медицина становится полем деятельности крупных корпораций.

Поступательное движение в направлении создания корпоративной медицины связано с осознанием необходимости изменения системы неконтролируемых цен в здравоохранении. В США суммарные расходы на медицинское обслуживание и здравоохранение растут гигантскими темпами, увеличившись примерно с 75 млрд. долл. в 1970 году до более чем 989 млрд. долл. в 1995 году. За этот же период времени расходы на оплату труда врачей выросли с 14,3 млрд. долл. до 202 млрд. долл., а число практикующих врачей увеличилось приблизительно с 311,000 до 646,000 чел.[2] Таким образом, стоимость медицинских услуг в расчете на одного практикующего специалиста увеличилась на 675%, что значительно превышает рост индекса потребительских цен (CPI), традиционно используемого в США в качестве показателя уровня инфляции. Чистый доход среднестатистического врача вырос с 55 тыс. долл. в 1975 году до 160 тыс. долл. в 1995 году.[3] Задуманная как средство контроля расходов, исключаящее обременительное вмешательство государственных органов, система «управляемого медицинского обслу-

живания»¹ изменила за последние десять лет всю структуру здравоохранения. Несмотря на то, что применение системы управляемого медицинского обслуживания позволило успешно противостоять росту стоимости страховых взносов в здравоохранении, многие клиенты потеряли доверие к нововведениям из-за тактики ограничения предоставляемых услуг, отказа в лечении или переноса его сроков на будущее, что оказалось свойственно этой системе. Во многих случаях врачи и другие медработники были недовольны введением этой системы, так как некогда священные отношения врача и больного стали лишь пунктами контракта с работодателями, провайдерами и компаниями системы управляемого медицинского обслуживания, заключаемого в кабинете администратора людьми, далекими от практической медицины.

Медицинская практика и экономическая ситуация

Медицинская практика, как любой другой бизнес, эволюционировала параллельно с формированием более крупных сил на рынке. Перечислим изменения в экономической ситуации, которые затронули деятельность медицинских практик.

Снижение уровня доходов. За последние годы рост реальных доходов частнопрактикующих врачей отставал от уровня инфляции. Причиной этого явления стало резкое увеличение накладных расходов, непомерный рост премий за страхование от исков, связанных с преступной небрежностью врача, а также увеличение расходов на оплату труда вспомогательного медперсонала и на его обязательное обучение. В то же время, после введения таких мер по сдерживанию роста цен, как принятие Шкалы относительной стоимости услуг на базе имеющихся ресурсов² (Resource-Based Relative Value Scales — RBRVS), являющейся ценовым базисом для программ Medicare³, Medicaid⁴, и CHAMPUS, общая реструктуризация системы медицинской помощи населению привела к значительному снижению объема компенсации за предоставленные услуги, выплачиваемой

¹ managed care — вертикально интегрированная система оказания медицинских услуг в рамках страховой системы здравоохранения. Оказание медицинских услуг клиентам производится на основе заранее оплаченных медицинских планов — *Прим. переводчиков*

² Шкала тарифов по оплате услуг врачей-специалистов в различных регионах США. Размер этих тарифов ставится в зависимость от количества специалистов данной специальности в регионе: например, при «избытке» специалистов по сравнению с нормативным показателем устанавливаются более низкие тарифы и т.д. — *Прим. переводчиков*

³ Система государственной бесплатной медицинской помощи и программа помощи престарелым. — *Прим. переводчиков*

⁴ Система государственной бесплатной медицинской помощи (в т.ч. немущим) или льготной медицинской помощи — *Прим. переводчиков*

многим частным практикам, что особенно затронуло врачей-специалистов и хирургов.

Рост количества групп практикующих врачей. В качестве средства снижения накладных расходов и противодействия сильному влиянию компаний системы управляемого медицинского обслуживания, врачи стали объединяться в группы: в 1988 году 24% практикующих врачей работало в составе групп численностью более пяти человек, в 1996 году их доля выросла до 34%. [4]

Альтернативные системы медицинской помощи. Заметный подъем компаний, работающих в области здравоохранения, как, например, Организации поддержки здоровья (HMOs⁵), Организации привилегированных провайдеров (Preferred Provider Organizations — PPOs) и Новые организации здравоохранения (Emerging Healthcare Organizations — EHOs), включая Ассоциации независимых медицинских практик (Independent Practice Associations — IPAs), а также других организаций и сетей здравоохранения, привел к созданию в гораздо большей степени конкурентного рынка, чем тот, который был бесспорной вотчиной частнопрактикующего врача. Сейчас более одной трети активно практикующих врачей являются членами организаций IPA, которые заключают от имени врача контракты на оплату предоставленных услуг с соответствующими организациями. [5]

Оплата медицинских услуг из расчета на одного человека. Для снижения объема неоправданных расходов на медицинские услуги, организации, относящиеся к системе управляемого медицинского обслуживания, делегировали часть своих рисков провайдерам в форме оплаты медицинских услуг из расчета на одного человека — используя метод возмещения оказываемых услуг, в соответствии с которым провайдеру выплачивается авансом заранее определенная, фиксированная сумма за определенный набор медицинских услуг, которые провайдер должен предоставить определенной группе населения, из расчета «на одного человека в месяц» (per member per month — RMPM), независимо от реального использования услуг. Согласно оценке, механизм оплаты медицинских услуг из расчета на одного человека используется 50% организаций HMO. [6] Данная система бросила вызов традиционной схеме непосредственной оплаты за конкретные предоставленные услуги, на которой базировалось большинство прочных медицинских практик, и, как следствие, усложнила процесс управления медицинской практикой.

Health Maintenance Organizations — организации, работающие в рамках управляемой системы медицинской помощи по системе медицинских планов — Прим. переводчиков

Сложность административного управления. Возросшая сложность управления медицинской практикой влияет на многие аспекты врачебной практики, такие как рассмотрение заявлений о выплате возмещения по страховкам Medicare и по страхованию ответственности перед третьими лицами, соблюдение требований государственных органов по ведению документации, программы проверки использования услуг и работы практики, а также соблюдение более строгих требований по сертификации лабораторий. Все это накладывает на плечи начинающих частнопрактикующих врачей дополнительный груз проблем и риска. В наши дни существование врача-одиночки, занимающегося частной практикой и в то же время готового преодолевать все препятствия, относящиеся к коммерческим аспектам данного вида деятельности, становится все более проблематичным.

Интегрированные системы. За последнее время прослеживается тенденция создания систем медицинской помощи с вертикально интегрированной структурой, включающей разнообразные учреждения здравоохранения и некоторое число провайдеров. Такие системы способны предоставить всем своим пациентам широкий спектр услуг, так называемый «континуум заботы», что удается осуществить благодаря целенаправленным усилиям на рынке и эффективности работы.

Отказ от системы первичных направлений. Возникновение в рамках системы управляемого медицинского обслуживания дополнительной ступени — «врача первой инстанции», т.е. системы, в соответствии с которой для дальнейшего лечения у специалиста пациенту необходимо получить направление от этого врача, привело к временному повышению цен на покупку практики врача-терапевта — специалиста в области первой помощи (primary care physician — PCP). Сегодня данная система по существу ушла в прошлое. В настоящее время программы здравоохранения предлагают потребителю расширенный спектр услуг. Особенно следует выделить модель «свободного доступа к специалистам», не предусматривающую использования услуг врача-терапевта. Например, организация «Синий щит Калифорнии + НМО» (Blue Shield of California's Access+ НМО) предоставляет пациентам возможность обращаться к врачам-специалистам напрямую, взимая за визит 30 долл. (с частичной оплатой расходов страховой компанией), в то время, как обслуживание по направлению, при тех же условиях частичной оплаты страховой компанией, в среднем составляет 10 долл.[7] Надо заметить, что результаты многочисленных исследований подтверждают преимущество такого подхода, позволяющего пациенту без промедления воспользоваться услугами врача-специалиста и дающего особенный эффект при обращениях по поводу таких заболеваний, как сердечный приступ, инфаркт миокарда, астма и рак груди.[8]

Переизбыток врачей первичной помощи (PCP). Пока продолжаются дебаты о том, существует ли переизбыток врачей и даже о том, как его можно определить и подсчитать, бесспорным является только то, что существенный дисбаланс в соотношении врач/пациент, наблюдаемый в отношении определенных категорий специалистов в некоторых регионах, ведет к перемещению врачей, вынужденных менять месторасположение своей практики. Подобная мобильность увеличивает конкуренцию на рынке врачебных услуг и может понизить стоимость конкретной врачебной практики на местном рынке. Несмотря на общепризнанное мнение о нехватке врачей первичной помощи, исследование, проведенное в 1998 году Джорданом Коэном (Jordan Cohen), членом Американской ассоциации медицинских колледжей (American Association of Medical Colleges), показывает, что рынок труда врачей-терапевтов, хотя и не столь насыщенный, как рынок специалистов, все равно находится скорее в состоянии избытка, а не дефицита.[9] Выводы Коэна могут основываться на фактах, связанных с влиянием на сферу первичной помощи двух тенденций: (1) передача специалистам лечения некоторых заболеваний, относившихся к полю деятельности терапевта (напр. астма, диабет) и (2) привлечение к работе дипломированных медсестер, прошедших курс обучения уровня «мастерс» (nurse practitioners), которые эффективно справляются с простыми случаями.

Переизбыток врачей общего профиля (PCP), а также использование врачей-ассистентов и дипломированных медсестер в рамках «общедоступного механизма выбора», заменившего штат врачей первичной помощи (PCP) по всей стране, способствовали распространению мнения, что PCP — это наиболее подверженная опасности «вымирания» категория врачей в американской медицине.

Ценность практики. Все чаще врачи, собирающиеся выйти на пенсию или поменять место жительства, не выражают большого желания передавать младшему коллеге из рук в руки плоды своего труда и таланта, получив взамен только сумму, вырученную от продажи мебели и оборудования по ликвидационной стоимости, как это было принято во времена почтенного Маркуса Уэлби. Испытав все трудности и риск организации частной медицинской практики с нуля, многие врачи пришли к убеждению, что вложенные усилия, время и ресурсы, необходимые для создания, развития и поддержания удачной и стабильной практики, имеют большую ценность и представляют собой активы, в случае продажи которых они могут законно рассчитывать на достойную компенсацию.

Публичные инвестиционные компании, занимающиеся управлением медицинскими практиками (PRMCs). Приблизительно 5% активно практикующих в стране врачей являются членами 32-х акционер-

ных PPMC (данные на 15.07.1998), [10] таких как PhyCor, MedPartners, Peditrix, и некоторых других компаний. На первых порах показатели стоимости акций и роста таких компаний превышали фондовые индексы, но недавно произошло относительное снижение курса их акций на рынке. На середину июля 1998 года индекс S&P 500 поднялся на 21%, считая с начала года, и в то же время снижение акций PPMC составило 34%. Несмотря на неудовлетворительные биржевые показатели за последнее время, PPMCs предоставляют врачам возможность воспользоваться инновационным механизмом, который призван помочь им в попытке вернуть контроль над индустрией здравоохранения, включая:

- Доступ к источникам капитала (в 1997 году объем кредитов, предоставленных PPMC, в совокупности составил 2 млрд. долл.) [11]
- Надежную систему менеджмента
- Возможность использования накопленного опыта работы в области системы управляемого медицинского обслуживания.

Потенциальные покупатели практики

В те далекие дни, когда сделки заключались между врачами напрямую, чаще всего медицинская практика выставлялась на продажу по причине выхода на пенсию, переезд, болезни, истощения физических и духовных сил или смерти врача-владельца. В наше время корпоративной медицины на первый план выходят другие причины: создание стратегических альянсов, стремление к консолидации, создание общих товариществ с ограниченной ответственностью, слияние и вертикальная интеграция. Параллельно со значительным увеличением численности медиков и возникновением новых тенденций в этой сфере, расширился и стал более разнообразным круг потенциальных покупателей медицинской практики, в который входят:

Помощник врача

Помощник врача обычно является работником по найму. Трудовые отношения могут быть оформлены как со служащим, получающим жалование (W2), так и с независимым подрядчиком (1099) или с другим врачом (joint tenens (временным заместителем)). Могут существовать и другие условия контракта. Одним из условий компенсационного пакета помощника врача часто бывает предоставление возможности выкупа практики по некоей заранее оговоренной схеме, с соблюдением определенных сроков и условий.

Будущий помощник обязан полностью пройти необходимую программу обучения, соответствующую принятым стандартам, сдать один или несколько экзаменов и пройти ряд различных проверок со стороны официальных органов, прежде чем он станет обладателем лицензии на право медицинской

деятельности, выдаваемой штатом, в котором находится практика. Нередко помощник врача должен иметь сертификат от коллегии врачей соответствующей специализации, или получить от нее право на занятие должности, после чего он может занять место в одном или нескольких местных госпиталях, с которыми поддерживает связь соответствующая медицинская практика, или получить там привилегии сотрудника. Врачи, являющиеся выпускниками зарубежных медицинских учебных заведений, обычно сталкиваются с более строгими правилами лицензирования, чем выпускники американской системы образования. Помимо получения лицензии и профессионального сертификата или диплома о высшем образовании, врач часто обязан пройти курс обучения по конкретной специальности, диагностике или хирургии, и признать правильность этического подхода к вопросу лечения, установившегося в структуре той медицинской практики, в которой он желает работать. Например, пациенты психиатрической практики, специализирующейся на психоанализе, могут не принять подход психиатра другой квалификации, делающего акцент на биологические аспекты заболевания, и применяющего такие методы, как медикаментозное лечение и ЭШТ (электрошоковая терапия).

Партнер врача

Доля в медицинской практике может быть приобретена партнером по товариществу или держателем акций компании, занимающейся медицинской практикой.

Выпускник медицинского института

Врачи, недавно закончившие ординатуру или курс обучения по программе медицинского научного общества, являются потенциальными покупателями, несмотря на устоявшийся предрассудок, свойственный некоторым представителям академических кругов. Постоянно появляющиеся в медицинской прессе материалы на данную тему расхваливают преимущества работы в медицинской группе на окладе (минимальный риск потери заработка, коллегиальность, щедрая оплата визитов пациентов). Далее они предостерегают молодого врача от большого риска и трудностей, связанных с приобретением частной практики.

Врачи, решившие сменить поле деятельности

Многие врачи, непосредственно по окончании курса обучения избравшие безопасный путь работы в структурах НМО или в крупной профильной или многопрофильной группе на окладе или при спонсорской поддержке, пересматривают свое решение через несколько лет работы и стремятся приобрести частную практику. При этом мотивы могут варьироваться от стремления к получению большего контроля над всеми этапами, методами, качест-

вом и принципами лечения и над отношениями с пациентами, до желания обеспечить себе значительно более высокий уровень доходов и создать капитал на будущее.

Расширяющиеся частные практики

Имеющие хорошие позиции единоличные или коллективные практики, стремящиеся к увеличению масштаба деятельности, зачастую приобретают другие практики с целью расширения клиентской базы, увеличения потока прибыли, или защищаясь от вторжения конкурирующих организаций в свой район обслуживания. Часто бывает, что стабильная группа поглощает или сливается с другой практикой для расширения области специализации или спектра предоставляемых пациентам услуг, а также для пополнения штата терапевтов, выдающих направления к специалистам. Приобретенная практика может оставаться самостоятельной экономической единицей, работать как вспомогательная структура, или ее клиентская база может быть интегрирована в уже существующую систему.

Больницы и интегрированные системы медицинских услуг

Больницы и интегрированные системы приобретают медицинские практики в рамках стратегии вертикальной интеграции. Подобная стратегия направлена на сохранение существующей системы выдачи направлений на лечение в больницы; кроме того, она обеспечивает расширение клиентской базы за счет районов, недостаточно охваченных данным лечебным учреждением, способствует увеличению перечня и объема услуг и использованию леввериджа⁶ за счет заключения контрактов с организациями системы управляемого медицинского обслуживания. Интенсивное развитие интегрированных систем во многом обусловлено стремлением к получению контрактов в рамках системы управляемого медицинского обслуживания, предусматривающих принцип оплаты из расчета на одного человека. Такое сотрудничество представляется взаимовыгодным как для больниц, так и для врачей. В некоторых случаях деятельность практикующих врачей, работающих по контракту с больницей, служит для нее источником альтернативного дохода, особенно при снижении доходов, поступающих из традиционных источников.

Тем не менее, больничные учреждения в целом не смогли продемонстрировать положительных результатов сотрудничества с частными медицинскими практиками. Начиная с 1994 года больничные учреждения ежегодно поглощали 5000 врачебных практик первичного приема, расходуя на приобретение одной практики в среднем 100 тыс. долл. [12] Исследование семнадцати больниц, проведенное агентством Coopers & Lybrand, показало, что в среднем лечебные учреждения терпят убытки в размере 97 тыс. долл. в год на каждую приобретенную практику, что вызвано высокой ценой покупки и

⁶ leverage — средства повышения доходности без увеличения суммы инвестиций — Прим. переводчиков

низкой продуктивностью.[13] При наличии таких убытков больницы уже не стремятся выплачивать крупные суммы за новые медицинские практики. Несмотря на убытки, потоки прибыли больниц и интегрированных систем продолжают зависеть от прочности взаимоотношений с частнопрактикующими врачами. В то время, как прямые выплаты врачам (в виде гонорара) составляют менее 25% общенациональных расходов на здравоохранение, через их руки проходит такое количество пациентов, что деятельность этих врачей тем или иным образом оказывает влияние более чем на 85% всех затраченных средств.[14] Поскольку не существует лучшего способа контроля, чем приобретение, вертикальная интеграция с поглощением медицинских практик, похоже, продолжится и в будущем.

Организация системы управляемого медицинского обслуживания

В начале 90-х Консультационный совет (Advisory Board), мозговой трест индустрии здравоохранения, назвал Организации поддержки здоровья (Health Maintenance Organizations — НМО), работающие по системе оплаты труда врачей на базе фиксированной заработной платы, «устойчивой моделью деятельности». Организации НМО данной категории предоставляют большинству врачей рабочие места в составе входящих в их систему провайдеров. Тем не менее, многие НМО продали принадлежавшие им медицинские практики, переключив внимание с предоставления врачебных услуг на вопросы страховой медицины. Подводя итог, можно отметить тенденцию к сокращению в организациях системы управляемого медицинского обслуживания деятельности, связанной с приобретением частных медицинских практик.

Инвестиционные компании, работающие в сфере управления врачебными практиками (PPMCs)

Этим инвестиционным компаниям как потенциальным покупателям медицинских практик за последнее время уделяется большое внимание. Многие частные практики, особенно новые, развивались благодаря стратегии создания общих товариществ с ограниченной ответственностью, объединяющих медицинские практики в единую управленческую и маркетинговую инфраструктуру. Обладая доступом к рынкам капитала, РРМС из числа публичных компаний и компаний, планирующих выпуск своих акций на рынок, смогли предложить врачам выгодные условия выкупа; диапазон цен, назначаемых по результатам оценки, составлял от пяти- до десятикратной величины EBIT (доходы до уплаты процентов и налогов).[15] На первых порах компании, подобные PhyCor, вели поиск крупных медицинских практик (25-80 врачей), стремясь заключить с ними соглашения на включение их в число своих филиалов, но группы, имеющиеся в настоящее время, меньше по числен-

ности. Цены покупки (из расчета на одного врача) упали, так как стоимость небольших практик ниже по сравнению с крупными (учитывая расходы на развитие, необходимые для создания крупных медицинских практик).

Оценочный коэффициент отношения цены к объему реализации после достижения самого высокого значения (3,28) в мае 1996 года непрерывно падал. В феврале 1998 года этот коэффициент равнялся приблизительно 1,6.[16] Такое падение отражает инфляцию акций РРМС на рынке, напоминая о несбыточных ожиданиях роста, труднореализуемой на практике теории экономии за счет роста масштаба деятельности и так и не сбывшихся ожиданиях использования рыночного левериджа за счет взаимодействия с компаниями системы управляемого медицинского обслуживания и провайдерскими системами.

Несмотря на то, что компании РРМС много критиковали за неспособность обеспечить ожидаемый уровень доходов (учитывая банкротство далеко не единственной компании), они остаются вполне жизнеспособными структурами с точки зрения стратегии консолидации. Поскольку их выживание во многом зависит от возможности приобретения большего числа медицинских практик, компании РРМС продолжают политику, направленную на поиск таких возможностей. По-видимому, вновь приобретаемые практики будут меньше и цена продажи будет ниже, чем во времена развития компаний РРМС.

Важность профессиональной оценки

Каковы бы ни были причины продажи медицинской практики, для обеспечения успеха сделки как покупатель, так и продавец должны предварительно изучить некоторые сложные, но, тем не менее, важные аспекты деятельности оцениваемой практики. Для этого имеет смысл воспользоваться услугами квалифицированного специалиста по оценке медицинской практики, который сможет провести тщательный анализ перспектив предполагаемой сделки купли-продажи до ее совершения.

Составление профессионально выполненного отчета об оценке (если он будет подготовлен в соответствии с Едиными стандартами профессиональной практической оценки, разработанными Фондом оценки, а также с другими нормативами и руководящими указаниями таких профессиональных организаций, как Американское общество оценщиков и Институт оценщиков бизнеса), отвечает интересам как продавца, так и покупателя, поскольку такой отчет значительно повышает шансы на успешное заключение сделки. Это, в частности, объясняется следующими причинами:

- *Назначение цены предложения.* Заключение о стоимости, подготовленное квалифицированным профессиональным оценщиком, использующим общепризнанную методологию оценки, может служить прочной, документально обоснованной базой назначения цены

предложения на медицинскую практику, поскольку в таком заключении оценщики приводят подробные пояснения и аргументированные доводы в пользу методов, использованных для определения стоимости. Хотя понятие «стоимость» и «цена» не являются синонимичными и нет никаких гарантий того, что продавец будет согласен продать, а покупатель согласится купить практику по цене, основанной на составленном оценщиком заключении о стоимости, такое независимое заключение, подготовленное специалистом, являющимся в данном случае незаинтересованной третьей стороной, имеющим необходимый для этого опыт и обладающим достаточной информацией по данному делу, может послужить для обеих сторон отправной точкой для ведения переговоров.

Предоставление информации. Надлежащее выполнение задания на оценку требует тщательного изучения и вдумчивого анализа всех относящихся к делу фактов, для чего специалисту необходимо получить данные по всем аспектам деятельности оцениваемой практики. Отчет, составленный по результатам такого анализа, помогает обеим сторонам в принятии обоснованных решений.

Разрешение сомнений. Зачастую даже самый искренний интерес со стороны компетентного потенциального покупателя может угаснуть вследствие недостаточной или бессистемной информации, которую ему предоставляет продавец, тем более, когда такая информация предоставляется с явной неохотой. В таких случаях вполне естественное беспокойство, небольшие проблемы или просто здоровый скептицизм могут перерасти в непреодолимые сомнения, которые неминуемо приведут к срыву сделки. Профессионально подготовленный отчет об оценке, отличающийся взвешенным, открытым подходом к подаче всех относящихся к делу фактов, зачастую помогает развеять необоснованные сомнения покупателя и поддержать его заинтересованность в покупке данной практики.

Случаи злоупотребления, мошенничества и лишения благотворительных учреждений привилегированного налогового статуса. Если некоммерческие организации (например, больницы или медицинские фонды) покупают медицинскую практику по цене, превышающей ее обоснованную рыночную стоимость, им может грозить лишение особого статуса, освобождающего их от уплаты налогов. В соответствии с разделом 501(c)(3) Кодекса внутренних налогов США, освобождению от налогов подлежат только организации, занимающиеся исключительно благотворительной, религиозной или образовательной деятельностью. Налоговое законодательство запрещает таким организациям заключать частные сделки или извлекать личную выгоду из деятельности организации. В соответствии с данными правилами некоторые категории служащих осво-



ваемой практики, а также детальный перечень подлежащих оценке активов. Материальные активы могут включать недвижимость, право аренды, улучшения в арендуемом имуществе, мебель, приспособления, принадлежности, медицинское и другое оборудование, расходные материалы, лекарства, медицинские препараты и их компоненты, предметы интерьера, включая антиквариат и произведения искусства, автомобили, инвестиции в ценные бумаги, наличность, авансированные средства, медицинскую литературу и книги. Нематериальные активы могут включать гудвилл, клиентскую базу, контракты на оказание услуг, преимущества с точки зрения дохода, обеспечивающего определенный уровень жизни, а также другие преимущества, связанные с возможностью ведения такой практики, в т.ч. наличие налаженного процесса, исключающего необходимость в дополнительных усилиях на начальном этапе деятельности и облегчающего процесс «вхождения на рынок». Многие из этих статей имущества, хотя они и могут находиться непосредственно в пределах занимаемых практикой помещений, зачастую принадлежат другим, отдельным юридическим лицам, оценка которых не входит в задание специалиста по оценке.

Описание офиса и его работы. Данный анализ должен включать детальное описание помещений офиса, занимаемого оцениваемой практикой, дополненное фотографиями и планом помещений, а также описание недвижимости, арендуемого имущества (если имеется), произведенных в нем улучшений и копию договора аренды. Кроме того, необходимо составить список персонала с указанием должностей, выполняемых обязанностей, графика работы, квалификации, стажа работы, заработной платы, а также выяснить планы сотрудников относительно продолжения своей работы после перехода практики к другому владельцу. В дополнение необходимо указать часы работы офиса с учетом сезонных изменений (если имеются), график работы врачей и установленные правила, касающиеся графика и порядка приема пациентов.

Описание практики и сведения о пациентах. Необходимо составить резюме врачей и краткую историю деятельности практики с указанием общих тенденций развития и показателей работы. В дополнение следует представить сведения о других медицинских учреждениях в данной местности или обслуживаемом микрорайоне и рассмотреть фактор конкуренции. Кроме того, надо указать количество врачей каждой специальности и, в первую очередь, врачей, работающих в области специализации данной практики.

В указанное описание следует включить подробные данные о клиентской базе и провести анализ этих данных, в т.ч. объем и качество ведения историй болезни пациентов, возрастные группы и

демографические данные пациентов, систему оплаты предоставляемых им услуг (Medicare, Medicaid, возмещение расходов третьей стороной, оплата за собственный счет пациента и т.д.). Кроме того, указывается объем оказываемых пациентам услуг, количество и характер медицинских процедур и сведения о количестве пациентов, прошедших осмотр и лечение в стационаре.

Помимо этого, важно указать сведения о характере и типе больничного стационара, а также о наличии штатных привилегий как для врача, являющегося текущим владельцем практики, так и для потенциального покупателя, с кратким описанием требований для получения соответствующих полномочий. Также необходимо указать наличие врачей, которые могут при необходимости заменять владельца, наличие системы страхового покрытия лечения пациентов, требования к продолжительности приема пациентов и количеству принимаемых пациентов. Следует проанализировать текущую систему оплаты услуг, в т.ч. по договорам в рамках системы Medicare, системы возмещения расходов РРО и по договорам с НМО об оплате из расчета на одного пациента, приложив соответствующие договора к отчету. Надо также дать описание текущей и прошлой политики руководства практики в отношении предоставления пациентам кредита и условий оплаты услуг и привести показатели погашения кредита клиентами каждой категории и перевода денег другими плательщиками. В случае каких-либо недавних или планируемых нововведений или перемен в деятельности практики, касающихся вышеперечисленных пунктов, необходимо привести соответствующие сведения и пояснения.

Специализация. Оценщик должен составить краткий обзор направлений деятельности в области специализации практики и тенденций ее развития, включая данные о количестве пациентов на одного врача, об особенностях системы оплаты труда врачей, о случаях халатности персонала и о других аспектах деятельности, которые могут оказать воздействие на стоимость оцениваемой практики.

Финансовые данные. Необходимо представить финансовые (бухгалтерские) отчеты, а также сведения об их анализе, произведенном оценщиком, с внесением корректировки с целью отражения общей суммы чистой прибыли, получаемой владельцем практики. К данным документам следует приложить гипотетический отчет о доходах, прогноз показателей на будущее, бухгалтерский баланс и данные о дебиторской задолженности с разбивкой по срокам задолженности. Отчет должен также включать детальный перечень материальных активов, в т.ч. список мебели, приспособлений, медицинского оборудования, офисного оборудования, инвентаря, расходных материалов, лекарств, препаратов и их компонентов, где следует указать да-

ту и стоимость приобретения соответствующего оборудования и материалов.

Методология оценки и подход к ней. Оценщик должен составить краткий обзор различных подходов к оценке, а затем изложить причины, по которым он решил использовать тот или иной подход, указав, почему он считает другие методы неподходящим для данного случая, и привести доводы в пользу своих соображений. Процедура оценки, использованные данные и результаты, полученные в результате применения каждого из методов, должны быть изложены четко и логично — так, чтобы читатель отчета мог легко воспроизвести ход рассуждений. После этого для составления окончательного заключения о стоимости оценщик должен сверить результаты, полученные с помощью каждого из методов, установить их взаимосвязь и обобщить выводы. Результаты сверки должны быть представлены в сводном виде с указанием выводов оценщика относительно важности каждого метода, использованного для получения окончательной стоимостной оценки.

Характеристика рынка/района. В данном разделе приводится краткая история, описание и общие сведения о районе, в котором расположена практика, и его населении. Следует изучить экономические и демографические тенденции, жилищные условия населения, наличие учреждений культурно-образовательной сферы, мест отдыха и развлечений, показатели занятости населения, наличие в районе промышленных и других предприятий, средств связи и транспорта, обеспеченность услугами здравоохранения, наличие образовательных и религиозных учреждений и т.д.

Карты. Очень важно дать читателю отчета представление о географическом месторасположении оцениваемой практики, в связи с чем к отчету надо приложить карту штата или местности, в которой она находится. В отчете следует указать важные характеристики местности, которые могут повлиять на размер территории, обслуживаемой практикой, такие как наличие или отсутствие мостов через водные пути и др. На карте следует пометить местные больницы, упоминаемые в отчете об оценке, указав, в какие из них врачи данной практики могут направлять пациентов. Кроме того, следует пометить местные медицинские училища и институты, а также ближайшие аэропорты.

Приложение к отчету. Оценщик должен приложить к отчету все документы и материалы, которые помогут читателю лучше понять содержание отчета и убедиться в достоверности представленных в нем данных. Приложение может включать финансовые отчеты, налоговые декларации, договора аренды, контракты и другие докумен-

ты, имеющие отношение к делу. Необходимо также проследить, чтобы отчет содержал четкие ссылки на прилагаемые документы

Походы к оценке и используемая методология

Существует много общепризнанных подходов к проведению оценки медицинской практики. Выбор конкретных подходов, методов и процедур во многом зависит от цели оценки, специфических характеристик оцениваемой практики и наличия необходимых данных. Ниже приводится краткий перечень методов, наиболее часто используемых в области оценки медицинской практики⁷

Метод дисконтированных будущих доходов

Метод совокупных активов

Метод сравнения с рынком

Метод мультипликатора объема выручки или доходов (эмпирическое правило)

Метод кредитоемкости (Debt Capacity)

Метод избыточной прибыли (также называемый методом IRS⁷)

Обоснованная рыночная стоимость в сравнении со стоимостью приобретения

Использование каждого из этих видов стоимости в оценке имеет свои преимущества и недостатки. Выбор вида стоимости и цель проведения оценки — это два вопроса, которые необходимо рассматривать в тесной взаимосвязи. При оценке медицинской практики, производимой в целях продажи или передачи права собственности, в качестве базы конечной стоимости чаще всего используются обоснованная рыночная стоимость или стоимость приобретения объекта оценки. Что касается медицинской практики, понятие обоснованной рыночной стоимости может быть определено как наиболее вероятная на дату оценки цена, по которой данная практика могла бы быть продана, если бы она была выставлена на продажу на открытом рынке. При этом подразумевается, что как продавец, так и покупатель будут проявлять разумный, осмысленный и осмотрительный подход к своим действиям и что на цену сделки не оказывают влияния посторонние факторы. Данное определение также включает ряд дополнительных допущений, в т.ч. предположения о том, что:

- Как покупатель, так и продавец заинтересованы в совершении сделки.
- Обе стороны обладают достаточной информацией по данному делу и действуют, исходя из своих собственных интересов.

⁷ IRS — Налоговое управление США — Прим. переводчиков

- Несмотря на то, что заключение сделок подобного рода требует строгого соблюдения конфиденциальности, тем не менее, в данном случае существует возможность размещения на рынке информации о предполагаемой продаже практики в разумном объеме.
- Оплата производится наличными средствами или в эквивалентах наличных средств.

Следует отметить, что обоснованная рыночная стоимость медицинской практики зачастую зависит от таланта и квалификации врача, которому она принадлежит. Эта стоимость предполагает, что врач, приобретающий данную практику, имеет, как минимум, достаточный уровень профессиональных знаний и навыков, сопоставимый с уровнем квалификации ее прежнего владельца.

Выбор обоснованной рыночной стоимости в качестве базы оценки означает, что практика оценивается в качестве отдельного, независимого объекта на условиях «как есть, где есть»⁸. При этом в процессе оценки необходимо учесть все текущие возможности и ограничения данной практики, зависящие от деятельности практикующих врачей и персонала, от медицинской специализации и системы управления, от методов диагностики и хирургии, графика работы и системы оплаты услуг и от доходности практики.

В соответствии с постановлениями Министерства здравоохранения и социальных услуг и Налогового управления США, больницы при приобретении врачебной практики или других медицинских заведений не имеют права выплачивать суммы, превышающие обоснованную рыночную стоимость таких объектов. В противном случае заключение сделки может рассматриваться как основание для выдвижения обвинений в получении взятки в нарушение соответствующего законодательства.

Другим видом стоимости, часто используемым при оценке медицинской практики для целей ее продажи или передачи права собственности, является стоимость приобретения. В отличие от обоснованной рыночной стоимости, определяемой рынком во всей его совокупности, стоимость приобретения определяется суммой, которую готовы заплатить за приобретение данной практики конкретный покупатель или категория покупателей. Стоимость приобретения может быть определена как наиболее вероятная цена, по которой может быть заключена сделка по передаче права собственности на оцениваемую практику между желающими заключить такую сделку покупателем и продавцом, при условии достаточной информированности обеих сторон относительно выгоды, приобретаемой ими в результате такого перехода права собственности к покупателю. При заключении сделки покупатель рассчитывает на получение наибольшей экономической выгоды в ре-

⁸ «as-is, where-is» basis — продажа объекта на месте в том состоянии, в котором он находится на момент продажи, без гарантии качества — *Прил. переводчиков*

зультате совершения сделки, а продавец стремится назначить как можно более высокую цену из расчета такой выгоды. Отчеты об оценке часто составляются по заданию инвестиционной компании, или группы компаний, занимающейся управлением медицинскими практиками, которая имеет свои собственные планы по обеспечению финансовых результатов деятельности медицинской практики после ее приобретения за счет повышения эффективности работы, экономии, обусловленной ростом масштаба деятельности⁹, расширения перечня предоставляемых услуг и синергетического эффекта от маркетинговой деятельности. Как уже отмечалось в разделе «Потенциальные покупатели», существует множество мотивов приобретения медицинской практики. Отчет об оценке, составляемый по заданию покупателя медицинской практики, должен содержать детальное исследование, анализ и прогноз результатов и последствий заключения сделки в отношении объема доходов, расходов и структуры активов как самого объекта оценки, так и приобретающего его юридического лица.

Исходные предположения при выборе базы стоимости

Оценщику важно определить допущения и предположения, на основе которых производится определение стоимости. Например, оценка на базе потребительной стоимости производится при допущении о продолжении работы медицинской практики в будущем. Оценка на базе меновой стоимости предполагает ликвидацию данной практики в обычном порядке или ее вынужденную ликвидацию.

Подходы к оценке

После того, как оценщик получил четкое представление о поставленной перед ним задаче, определил исходные предположения, на основе которых производится оценка, выбрал базу стоимости, а также убедился в наличии необходимых данных, он должен выбрать один или несколько подходящих в данном случае методов оценки. Ниже приводятся наиболее распространенные методы оценки, классифицированные по виду стоимости, определяемой с их помощью.

МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ БУДУЩИХ ДОХОДОВ

При использовании данного метода предполагается, что покупатель, как правило, не готов платить за перспективу получения потока доходов от действующей и имеющей прочные позиции медицинской практики за период, превышающий интервал времени, который бы ему понадобился для дости-

⁹ economies of scale — экономия за счет роста масштаба производства (размеров организации) — снижение накладных и организационных расходов при значительных размерах предприятия, проекта по сравнению с несколькими равными по суммарным размерам производства предприятиями или проектам — *Прим. переводчиков*

Обоснованная рыночная стоимость	Стоимость приобретения	Оба вида стоимости
Метод дисконтированных будущих доходов (на базе объема доходов или денежного потока)	Метод определения кредитоспособности	Метод мультипликатора объема выручки или доходов (эмпирическое правило)
Метод совокупных активов (скорректированный вариант Метода чистой стоимости компании (net worth method))		
Метод сравнения с рынком		
Метод избыточной прибыли		

жения эквивалентного потока доходов при открытии своей собственной практики с нулевого уровня.

Метод дисконтированных будущих доходов основан на утверждении, что обоснованная рыночная стоимость медицинской практики представляет собой текущую стоимость совокупного объема будущих доходов сверх уровня доходов, который по прогнозам может быть обеспечен при открытии медицинской практики, имеющей аналогичную специализацию, масштаб деятельности, месторасположение и окружение.

Для этого требуется получить количественное выражение совокупной чистой экономической выгоды по отношению к данной медицинской практике и составить на этой основе прогноз относительно количества лет, которое потребовалось бы для создания конкурентоспособной практики, имеющей сопоставимые показатели. Оценщик должен составить планы и дать прогноз объема выручки, расходов, затрат и потребности в капитале для оцениваемой практики в сопоставлении с альтернативными показателями для новой практики, что позволит рассчитать дополнительную величину доходов и других выгод, связанных с оцениваемой практикой, по сравнению с альтернативной. При этом предполагается, что по истечении периода времени, который потребует новая практика для достижения эквивалентного уровня доходов с оцениваемой практикой, уровень доходов для каждой практики не подвергнется существенному изменению в ту или иную сторону. Это позволит устранить проблему определения соответствующего «остатка», или

«разницы» по окончании периода, на который был составлен прогноз.

Основное преимущество данного подхода состоит в том, что реальная стоимость действующей врачебной практики с точки зрения потенциального покупателя/инвестора определяется ее доходностью в будущем, а именно текущей стоимостью ее будущего потока чистых доходов

ПОДХОД НА ОСНОВЕ СОВОКУПНЫХ АКТИВОВ

Метод оценки на основе стоимости совокупных активов требует оценки каждой отдельной статьи активов и пассивов оцениваемой практики. Оценщик должен отдельно определить обоснованную рыночную стоимость финансовых активов, недвижимости или материальных активов, а также неосязаемых активов. При данном подходе совокупная стоимость этих активов за вычетом обязательств и будет составлять обоснованную рыночную стоимость оцениваемой практики.

Данный подход имеет достаточно прочную концептуальную базу, однако его практическое применение может быть связано с определенными трудностями. Оценщик, помимо всех других статей, должен определить «стоимость» квалифицированного персонала, систем управления работой офиса, историй болезни и списка пациентов, а также элемент стоимости действующей фирмы, включающий стоимость различных активов без учета гудвилл.

МЕТОД ПРЯМОГО СОПОСТАВЛЕНИЯ С РЫНКОМ

При использовании Метода прямого сопоставления с рынком оценщик сравнивает оцениваемую практику с аналогичными врачебными практиками, которые в недавнее время являлись предметом сделок на рынке. Этот метод требует проведения анализа данных о таких сделках. Для получения правильных результатов требуется использовать только данные о практиках, сопоставимых с объектом оценки. К критериям сопоставимости относятся:

- Область или направление медицинской специализации практики и подход к клинической работе
- Количество случаев халатности в работе врачей, а также условия конкуренции в микрорайоне, обслуживаемом практикой
- Данные о врачах, медицинском и административном персонале, включая уровень их подготовки, стаж работы и размер заработной платы
- Состав и демографические характеристики клиентской базы и сеть медицинских учреждений, в которые практика направляет пациентов
- Расценки, перечень и система оплаты услуг, включая перечень орга-

низаций, компенсирующих расходы практики на обслуживание пациентов, и другие источники получения доходов

- Географическое местонахождение и уровень жизни клиентов
- Тип, количество и уровень больничных учреждений, в которые направляются пациенты, и их удаленность от места нахождения практики
- Наличие врачей других специальностей и системы медицинского страхования, система приема и посещения пациентов

По завершении процесса отбора и анализа данных о сопоставимых сделках оценщик должен рассчитать на их базе коэффициенты отношения цены к стоимости активов и попытаться применить их к показателям работы оцениваемой практики за прошлые периоды, что даст ему возможность определить расчетную стоимость объекта оценки. С теоретической точки зрения, данный подход является правильным, однако применить его в реальности бывает достаточно сложно, поскольку для этого требуется наличие надежных данных о сделках с аналогичными практиками. В прошлом такие данные было трудно найти или получить, а чаще всего они просто-напросто отсутствовали. Однако в настоящее время появляется все больше источников, публикующих данные о сделках, в т.ч. в области здравоохранения. За последний период времени было совершено довольно большое количество сделок по купле-продаже медицинских практик, что дает возможность специалистам получить достаточный объем информации для проведения анализа. В то же время, даже при наличии информации по более или менее сопоставимым сделкам в нужном объеме, процесс корректировки таких данных с учетом отличий сопоставимых практик от объекта оценки зачастую является слишком сложным.

МЕТОД МУЛЬТИПЛИКАТОРА ОБЪЕМА ВЫРУЧКИ ИЛИ ДОХОДОВ

Метод мультипликатора объема выручки и доходов часто называют «эмпирическим правилом». По словам Тома Паркера:

«Эмпирическое правило — не что иное, как рецепт домашнего приготовления, используемый при оценке. Такое руководство к действию легко запомнить, а располагается эта путеводная нить где-то посередине между математической формулой и гаданием на кофейной гуще».[17]

Этот метод основан на применении мультипликаторов, рассчитанных на основе отраслевых обзоров или иной доступной информации. Хотя это эмпирическое правило легко для понимания и широко используется в отраслях, публикующих точные, надежные и поддающиеся проверке данные, оно не всегда подходит для оценки медицинской практики, и в любом случае его никогда не следует использовать в качестве единственного метода оценки.

МЕТОД КРЕДИТОЕМКОСТИ

Метод кредитоемкости относится к числу наиболее часто используемых методов оценки, проводимой для определения цены приобретения медицинской практики. Как уже отмечалось, стоимость приобретения медицинской практики определяется с учетом точки зрения конкретного продавца и покупателя, а также синергетического эффекта, который будет получен покупателем после приобретения данной практики. После корректировки планируемого потока доходов, который должен отражать предполагаемые изменения в уровне операционных и административных расходов после приобретения данной практики, полученный показатель доходов капитализируется по ставке, соответствующей величине стоимости капитала покупателя до уплаты налогов. Этот метод особенно полезен тем, что он помогает установить верхний предел стоимости оцениваемой практики путем расчета максимальной суммы кредита, необходимого для покупки данной практики, который будущий владелец сможет обслуживать после ее приобретения.

МЕТОД ИЗБЫТОЧНОЙ ПРИБЫЛИ

Другим методом, часто используемым при оценке медицинской практики, является Метод избыточной прибыли, который также часто называют методом формулы IRS, поскольку он был установлен Постановлением 68-609 Налогового управления США. Данный метод позволяет определить стоимость «избыточной» части нормализованных доходов оцениваемой практики сверх ее скорректированной рыночной стоимости замещения (стоимости альтернативной врачебной практики) после обеспечения за счет потока доходов обоснованного размера прибыли на инвестиции, представляющие собой материальные активы данной практики.

После определения стоимости неосязаемых активов (гудвилл) оцениваемой практики путем капитализации избыточной прибыли, для определения ее совокупной обоснованной рыночной стоимости к стоимости гудвилл прибавляется обоснованная рыночная стоимость материальных активов. Возможность применения Метода избыточной прибыли и его эффективность в большой степени зависят от умения оценщика рассчитать уровень будущих доходов на основе имеющихся показателей работы практики за прошлые периоды. Правильность полученных результатов также зависит от того, насколько верно оценщик сможет определить рыночную стоимость замещения услуг врача, а также правильно рассчитать ставку капитализации.

Как уже было отмечено, в настоящее время для оценки медицинской практики используется много различных методов. При этом не существует единого «корректного» метода или группы методов, которые бы подходили для оценки абсолютно любой практики или для выполнения любого задания на оценку в этой области. Методы, о которых мы рассказали в данной главе,

относятся к числу наиболее распространенных, и поэтому как минимум достойны рассмотрения.

Заключение

Врачебная деятельность и сфера здравоохранения, к которой она относится, переживают период активных перемен, относящихся к их размеру, масштабу, диверсификации и характеру предоставляемых услуг. Неустойчивость рыночного окружения еще больше осложняет и без того достаточно непростую задачу, связанную с передачей права собственности на профессиональные практики. Врачебная практика имеет сложную структуру и относится к строго регламентированной сфере деятельности. Зачастую основным компонентом ее стоимости являются нематериальные активы, такие как профессиональная репутация, престиж и другие элементы гудвилл. Тем не менее, несмотря на все эти препятствия, на рынке по-прежнему заключается большое число сделок купли-продажи медицинских практик. Это открывает большие перспективы перед оценщиками и в то же время представляет для них достаточно сложную задачу. Оценщики, выполняющие задание на оценку медицинской практики, должны хорошо знать отличия между существующими подходами и методами, используемыми при оценке компаний и предприятий в других отраслях, и теми методами, которые необходимо использовать при оценке медицинской практики для составления квалифицированного заключения о ее стоимости.

Примечания

1. Александр Поуп, «Эссе о морали» (Alexander Pope, «Moral Essays», 1735). Цитируется по книге Джона Барлетта «Знакомые цитаты» (Bartlett, John. Familiar Quotations. Boston, MA: Little, Brown & Co., юбилейное издание, стр. 335).
2. Краткий статистический обзор за 1997 г.: Национальный справочник по США. (Statistical Abstract of the U.S., 1997: National Data Book). Washington, DC: U.S. Department of Commerce.
3. Социально-экономические характеристики медицинской практики (Socioeconomic Characteristics of Medical Practice). Chicago, IL: AMA, 1991, стр. 6, 1997 г., стр. 32.
4. Б. О'Нил и Т. Мандерфелд «Управление врачебной практикой: в поиске стоимости» (O'Neil, B. and Manderfeld, T. Physician Practice Management: Searching for Value). Minneapolis, MN: Piper Jaffray, 1997 г.
5. Инвестиционные компании, занимающиеся управлением врачебными практиками: что Вам необходимо знать (Physician Practice

- Management Companies: What You Need to Know). American Medical Association, 1997 г.
6. Конкурентные преимущества, часть II: Отраслевой отчет НМО (The Competitive Edge, Part II: НМО Industry Report), 7.1., Inter-study, апрель 1997 г., стр. 57.
 7. М. Головейко «В обход службы первичной помощи» (Holoweiko, M. «By-passing primary care»). Medical Economics. 14 апреля 1997 г., стр. 208.
 8. Д. Наш и Т. Фарша «Врач-специалист в роли первой инстанции в системе управляемого медицинского обслуживания» (Nash, D., and Farha, T. «Specialist physicians in the role of managed care gatekeeper»). 1998 Medical Outcomes & Guidelines Sourcebook. New York, NY: Faulkner & Gray. 1998 г.
 9. Отрасль медицины сегодня: центральные новости (Medical Industry Today: Headline News (бюллетень). «Surprising glut of U.S. physicians looming among GPs.» 15 апреля 1998 г.
 10. РРМС (бюллетень). Gwynedd, PA Sherlock Company. Май 1998 г.
 11. Инвестиционные компании, занимающиеся управлением врачебными практиками: что Вам необходимо знать (Physician Practice Management Companies: What You Need to Know). Chicago, IL: American Medical Association, 1997 г., стр. 13.
 12. «Больницы, заглотившие врачебные практики, нуждаются в скорой медицинской помощи» («Hospitals That Gobbled Up Physician Practices Feel 111»). The Wall Street Journal. 17 июня 1997 г., стр. B4.
 13. Там же.
 14. Инвестиционные компании, занимающиеся управлением врачебными практиками: что Вам необходимо знать (Physician Practice Management Companies: What You Need to Know). Chicago, IL: American Medical Association, 1997 г., стр. 1.
 15. Там же, стр. 43.
 16. Ежегодник РРМС за 1998 г. (The 1998 РРМС Yearbook). North Wales, PA: Sherlock Company, стр. 14.
 17. Том Паркер, Эмпирические правила (Parker, T. Rules of Thumb). Boston: Houghton Mifflin, 1983 г., стр. vii.

Оценка бухгалтерских фирм**ЛЕОН У. ФЭРИС (LEON W. FARIS)**

Пожалуй, специальность бухгалтера по-прежнему пользуется самой большой популярностью среди выпускников колледжа. За последние годы число специалистов этой профессии росло огромными темпами, что подтверждается количеством кандидатов, претендующих на получение звания сертифицированного бухгалтера высшей квалификации (CPA). В настоящее время экзамен на получение звания CPA, проводящийся каждое полугодие, сдает около 100 тысяч кандидатов.

Сегодня бухгалтеры работают во всех отраслях промышленности и бизнеса. Органы государственного регулирования, в т.ч. Американский институт CPA, а также большинство государственных бухгалтерских советов и управлений предпринимают меры по ужесточению требований, предъявляемых к бухгалтерам, желающим получить разрешение на ведение практической деятельности в этой области. Теперь во многих штатах для получения сертификата требуется наличие диплома о пятилетнем высшем образовании и стажа работы, длительность которого в соответствии с новыми требованиями была увеличена.

На протяжении многих лет существовал ряд ограничений, в силу которых бухгалтерам не разрешалось открыто вести переговоры о приобретении нового бизнеса. Специалистами в этой области такое поведение рассматривалось как противоречащее профессиональной этике. Вполне естественно, что многие бухгалтеры, тем не менее, стремились к приобретению других компаний, оставляя профессию в качестве средства увеличения своих доходов. Таким образом, в своем стремлении к приобретению нового бизнеса, они вздули цены на частные практики и создали ситуацию повышенного спроса на рынке, который ныне называют рынком продавцов.

Говоря в целом, основную часть стоимости бухгалтерской практики составляет клиентура бухгалтерской фирмы, служащая для нее источником дохода. Большинство практик имеет лишь небольшое количество основных средств, состоящих в основном из оборудования и приспособлений. В отличие от других фирм, бухгалтерские практики, как правило, не владеют ценностями в виде коммерческих секретов, патентов, торговых марок или других особых активов, которые могли бы составлять значительную часть стоимости.

Бухгалтерские фирмы подразделяются на следующие основные категории:

Сертифицированные фирмы. Фирмы, как принадлежащие бухгалтерам, имеющим звание сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации (CPA), так и работающие под их управлением. Для получения звания CPA необходимо иметь высшее образование определенного уровня и соответствующий опыт работы по специальности. Деятельность CPA подлежит лицензированию и регулированию со стороны органов штата, выдающих соответствующие лицензии. В некоторых штатах сохраняется практика выдачи лицензии на деятельность практикующих бухгалтеров (Public Accountants) (более старая форма CPA). Для продления таких лицензий необходимо ежегодно проходить курсы повышения квалификации.

Несертифицированные фирмы. К этой категории в целом относятся фирмы, принадлежащие несертифицированным бухгалтерам или счетоводам-бухгалтерам, занимающимся простым учетом операций. Владельцы и сотрудники таких фирм не претендуют на получение звания CPA, хотя зачастую они обладают высокой квалификацией и сертификатами в этой области. Часть компаний этой группы составляют счетоводческие фирмы, работающие по лицензии. В целом их деятельность не подлежит регулированию со стороны органов, выдающих лицензии в этой области.

Служба подготовки налоговых деклараций. Деятельность этих фирм в основном связана с подготовкой деклараций для исчисления подоходного налога. Основная часть их работы приходится на период подачи налоговых деклараций. Большая часть этих фирм относится к категории несертифицированных, но некоторые из них принадлежат CPA. К данной категории также относятся компании, занимающиеся подготовкой налоговых деклараций по лицензии, а также фирмы, зарегистрированные до создания Налогового управления. Их деятельность в той или иной форме подлежит регулированию со стороны Налогового управления.

Ниже приводятся характеристики фирмы, имеющей хорошо отлаженную систему управления деятельностью:

- *Квалифицированный персонал.* Сотрудники таких компаний отличаются высоким уровнем подготовки и квалификации и наличием большого опыта работы в данной области. Кроме того, такие компании имеют низкие показатели текучести кадров — высокая текучесть может свидетельствовать о существовании проблем в отношениях с персоналом. Если практика имеет избыточный штат сотрудников, это приводит к снижению объема доходов. Все сотрудники

должны постоянно проходить обучение в рамках программы повышения квалификации. Уровень заработной платы в таких фирмах, как правило, находится на достаточно высоком уровне.

- *Рентабельность.* Прибыль бухгалтерских фирм зависит от многих факторов, таких как расценки на услуги, уровень заработной платы и компенсаций, выплачиваемых персоналу, спектр оказываемых услуг, накладные расходы, скидки, предоставляемые клиентам, и расценки на услуги в данной области, существующие в данной местности. В большинстве случаев чистый доход бухгалтерских фирм составляет как минимум 40 процентов валовой выручки. Более низкая чистая прибыль свидетельствует о том, компании следует уделить больше внимания вопросам менеджмента. Возможно, многие из числа клиентов фирмы не обладают достаточной кредитоспособностью, или же компания установила слишком низкие расценки на свои услуги.
- *Оптимальный спектр услуг.* Бухгалтерские фирмы, как никакие другие профессиональные практики, обладают большими возможностями по расширению спектра предоставляемых услуг. Большинство из них может предложить гораздо более широкий комплекс услуг, чем простое ведение счетов или подготовка налоговых деклараций по итогам года. Имея в распоряжении высококвалифицированных, деятельных сотрудников, владелец практики может в полной мере использовать их дополнительный потенциал, что в свою очередь приведет к повышению уровня доходов, получаемых компанией.
- *Рост и репутация компании.* Успешно работающая компания должна иметь высокие, стабильные показатели роста. Желательно, чтобы такой рост в большей степени обеспечивался за счет расширения спектра предоставляемых услуг, а не повышения расценок. Помимо показателей роста, большое значение имеет репутация фирмы, ее жизнеспособность и активность, в т.ч. участие в общественной жизни и в мероприятиях, организуемых местной религиозной общиной. Личные качества и квалификация владельца также являются немаловажными факторами, способствующими формированию репутации фирмы.

Этапы подготовки практики к продаже

Выполнение всех действий, описанных в данном разделе, играет важную роль при подготовке фирмы к продаже.

1. *Помощь специалистов.* При продаже бухгалтерской практики ее владельцу очень важно заручиться содействием со стороны специа-

листов в данной области. Несмотря на то, что многие бухгалтеры имеют достаточный опыт в проведении оценки и, в некоторых случаях, в организации продажи компаний своих клиентов, часто оказывается, что они не могут действовать столь же объективно, когда дело доходит до продажи своей собственной фирмы или доли в ней. Поэтому помощь со стороны фирмы, оказывающей посреднические услуги в области купли-продажи компаний, может сыграть важную роль в обеспечении успеха сделки по продаже или слиянию компаний. Такая фирма может оказать помощь в проведении объективной оценки практики, подготовке эффективной маркетинговой кампании, проверке платежеспособности и надежности потенциальных покупателей с соблюдением конфиденциальности всей относящейся к делу информации.

2. *Подготовка информации.* Прежде чем выставлять фирму на продажу, продавец должен сначала привести в порядок свои «дела». Необходимо подготовить все документы, включая журналы регистрации поступления денежных средств; сведения о выставленных счетах по каждому клиенту и сотруднику, выполняющему эту работу; список товарно-материальных запасов; финансовые отчеты; налоговые декларации; списки клиентов с указанием даты их первого обращения в фирму, оказанных им услуг, суммы выставленных и оплаченных счетов; личные дела клиентов; платежные ведомости заработной платы сотрудников и графики ее выплаты; личные дела сотрудников и их резюме с указанием квалификации и опыта работы. Необходимо исключить всех клиентов, периодически задерживающих оплату или имеющих задолженность.
3. *Моральная подготовка.* Продавец должен быть внутренне готов к продаже своей фирмы. Многие утверждают, что они морально готовы к этому шагу, хотя на поверку это оказывается далеко не так. Продавец должен быть готов к восприятию объективной критики со стороны потенциальных покупателей, проявлять гибкость и идти на уступки — в разумных пределах.

Источники получения данных о компаниях, выставленных на продажу

Ввиду огромного спроса, количество бухгалтерских фирм, выставленных на продажу на открытом рынке, достаточно ограничено. Тем не менее, потенциальный покупатель, изыскивающий возможность приобретения такой фирмы, может обратиться к целому ряду источников, которые могут помочь ему в процессе поиска.

Агенты по купле и продаже компаний. Это наиболее популярный ис-

точник получения сведений о фирмах, выставленных на продажу. Большинство агентов занимаются продажей фирм самого различного типа, и зачастую в их реестрах можно найти и бухгалтерские практики. Из общего числа посреднических фирм на сделках с бухгалтерскими компаниями специализируется лишь небольшое количество компаний, да и то, чтобы выжить, они вынуждены ограничиваться работой на местном или региональном рынке. Такие фирмы по большей части можно найти в крупных городах, таких как Атланта, Нью-Йорк и Лос-Анджелес, а сфера их деятельности обычно распространяется только на несколько штатов. Тем не менее, они представляют собой хороший источник — особенно, если покупатель стремится переехать в другую часть страны.

Профессиональные издания. Иногда продавцы бухгалтерских фирм размещают рекламные объявления в специализированных журналах, например, в *Journal of Accountancy*, *National Public Accountant*, *Accounting Today*, *The Public Accountant*, а также в целом ряде изданий профессиональных ассоциаций отдельных штатов. Большинство таких журналов и изданий имеют раздел рекламных объявлений о продаже и покупке бухгалтерских фирм. Многие продавцы из соображений конфиденциальности пользуются возможностью публикации «анонимных» объявлений.

Профессиональные организации. Продажа или слияние многих бухгалтерских фирм проходит без предания огласке. В таких случаях информация о продаже фирм распространяется через знакомых или «сетевым методом». Бухгалтерские объединения, такие как общества CPA отдельных штатов, их местные отделения и клубы CPA, являются хорошим источником информации о том, кто собирается уйти на пенсию, продать, приобрести фирму, а также сведений о планах по слиянию бухгалтерских компаний.

Неплохим источником информации могут быть колонки рекламных объявлений в газетах, а также прямая рассылка запросов по почте.

Элементы стоимости

Стоимость бухгалтерской практики включает несколько компонентов. Наиболее часто оценке подлежат следующие из них:

- *Мебель, компьютеры и оборудование.* Это имущество должно быть оценено на основе рыночной стоимости. При наличии большого объема активов этой категории для их оценки лучше всего воспользоваться услугами фирмы, специализирующейся на оценке офисного и другого оборудования подобного типа. Бухгалтерские

фирмы, как правило, имеют большое количество самой разнообразной офисной мебели: рабочие и обычные столы, стулья, шкафы для хранения документов. Их имущество также включает настольные и переносные компьютеры, небольшие сетевые системы; другое офисное оборудование, в т.ч. пишущие машинки, принтеры, калькуляторы и телефонные системы, специальную литературу, в т.ч. руководства налоговых служб и различные справочные материалы по бухгалтерии.

ПРИМЕЧАНИЕ

Моральный износ компьютерных систем или программ ведет к значительному снижению их стоимости.

- *Дебиторская задолженность.* В целом дебиторская задолженность не оценивается по номинальной стоимости в связи с риском, связанным с затратами на ее взыскание. Чаще всего продавец оставляет дебиторскую задолженность за собой, а покупатель занимается ее получением, периодически переводя полученные деньги продавцу. Если дебиторская задолженность переходит к покупателю, то обычно ее стоимость дисконтируется. Обратите особое внимание на эту статью при наличии большого остатка по счету дебиторской задолженности. Для определения возможности ее взыскания необходимо составить список дебиторской задолженности с разбивкой по срокам.
- *Файлы данных о клиентах.* Клиентура фирмы относится к категории достаточно непостоянных «неосязаемых» активов и в качестве таковой может иметь стоимость, которую можно оценить с постепенным списанием на протяжении нескольких лет. Возможно, это самый ценный компонент бухгалтерской практики, поскольку именно клиенты обеспечивают получения потока доходов для фирмы. Фирмы, не имеющие постоянной клиентуры, имеют минимальную стоимость. При определении стоимости бухгалтерской практики необходимо выяснить, на протяжении какого периода клиенты пользуются услугами данной практики, тип, объем и конкретный перечень предоставляемых им услуг, размер получаемого вознаграждения, объем ответственности, принимаемый на себя фирмой, и потенциал роста в будущем.

Оценка практики

Бухгалтерские фирмы столь же отличаются друг от друга, как и их владельцы, поэтому выполнение надлежащего анализа и определение стоимости конкретной практики зачастую представляет собой сложную задачу. При оценке бухгалтерских практик используется большое количество разнообраз-

разных методик. Ниже мы в общих чертах обсудим некоторые из них.

Метод капитализации суммы выставленных счетов

Данный метод основан на использовании мультипликатора суммы-брутто выставленных счетов в качестве базы расчета стоимости фирмы. Сначала необходимо капитализировать чистую прибыль практики, что может быть выражено в виде следующей формулы:

$$\frac{\text{Чистый доход}}{\text{Затраты на капитал}} = \text{Цена покупки}$$

Разделив долю чистого дохода в процентном выражении на ставку капитализации, Вы получите коэффициент процентного отношения суммы выставленных счетов. Затем для определения цены на базе мультипликатора валового дохода этот коэффициент умножается на общую сумму валового дохода.

Метод дисконтированных будущих доходов

Данный метод позволяет при определении стоимости учесть временной фактор, который не берется в расчет при использовании Метода капитализации. Методика расчета заключается в дисконтировании прогнозируемого объема будущих доходов на базе определенного промежутка времени. Обычно в качестве ставки дисконтирования используется стоимость капитала покупателя, а за основу берется период времени протяженностью в пять лет. Данный метод получил широкое применение при определении стоимости самых различных предприятий, работающих в сфере обслуживания.

Компонентный метод

При использовании данного метода в расчет принимается величина активов фирмы. Как уже говорилось ранее, при этом в состав активов фирмы включаются как материальные, так и нематериальные активы компании. Большинство бухгалтерских фирм не имеет большого объема материальных активов. Как правило, такие статьи активов, как наличные средства и дебиторская задолженность, не включаются в перечень продаваемых активов. Большую часть активов бухгалтерских фирм составляет клиентская база и гудвилл. При использовании Компонентного метода оценке подлежит каждая категория активов в отдельности, в т.ч. гудвилл, клиентская база, мебель и приспособления, персонал, договора аренды, права, предоставляемые контрактами и т.д.

Отраслевой метод

Отраслевой метод — это метод оценки, применяемый исключительно для оценки компаний, относящихся к определенной отрасли или специальности.

и поэтому он пользуется особой популярностью при оценке бухгалтерских фирм. Данный метод основан на определении цены продажи на основе мультипликатора объема валовой выручки компании. Изучение данных о продажах показывает, что большинство бухгалтерских фирм продается на основе цены, рассчитанной с помощью мультипликатора валовой выручки. На практике чаще всего начальная цена предложения на бухгалтерские фирмы составляет один объем валовой годовой выручки. Надо сказать, что по большей части в итоге они и продаются примерно по этой цене, хотя в ряде случаев при определении стоимости продаваемого объекта величина мультипликатора включает определенную надбавку.

При определении размера такой надбавки рассматриваются следующие факторы:

- *Высокий уровень чистого дохода.* Большинство бухгалтерских фирм, которые относятся к категории компаний, ориентированных на предоставление услуг, имеет чистый доход на уровне 40 - 50 процентов от объема выручки. Как правило, доля чистого дохода у более крупных фирм меньше, что связано с более высокими накладными расходами. Объем чистого дохода, составляющий более 50% объема выручки, обеспечивает владельцу более высокую доходность, сокращая срок окупаемости его капиталовложений, что обуславливает более высокую стоимость фирмы.
- *Высокие гонорары.* Фирмы, практикующие избирательный подход к выбору клиентов и уделяющие должное внимание назначению расценок за предоставленные услуги при выставлении счетов клиентам, как правило, получают более высокие гонорары по сравнению со средним показателем в этой сфере деятельности.
- *Хорошая репутация фирмы.* Фирма, работающая в данном районе на протяжении длительного периода времени или участвующая в общественной и благотворительной деятельности, больше находится на виду и имеет более прочную репутацию в обществе, вследствие чего она имеет более высокую стоимость в глазах потенциального покупателя.
- *Специализация.* Фирма, имеющая узкую специализацию в таких областях, как случаи налогового мошенничества, налоговая защита (укрытие), индивидуальное финансовое планирование, специализированный аудит и др., зачастую имеет более высокую стоимость. Как правило, штат сотрудников таких фирм включает хорошо подготовленных, высококвалифицированных специалистов.
- *Удачное месторасположение.* Престижный район, удачное месторасположение, хорошее окружение... Все эти факторы сегодня имеют столь же важное значение, что и прежде. На фирму, расположенную в престижном столичном районе, может быть назначена более

высокая цена только в силу более высокого спроса на ее услуги. Компании, расположенные в таких городах, как Даллас, Атланта или Нью-Йорк, всегда будут продаваться быстрее по сравнению с фирмами, находящимися в маленьких городках, что, в частности, обусловлено наличием большего числа компетентных потенциальных покупателей в крупных городах.

При наличии таких положительных факторов величина мультипликатора валового дохода может быть увеличена. Например, с учетом исключительно удачного месторасположения или необычайно высокой доли чистого дохода в объеме выручки величина мультипликатора валовой выручки может быть увеличена с 1 до 1,25 или, скажем, 1,35. Как правило, к полученному результату прибавляется рыночная стоимость основных средств.

Типичные условия продажи и условия финансирования

Условия финансирования

Большинство бухгалтерских фирм в настоящее время финансируется самим владельцем. Это объясняется несколькими причинами. Во-первых, банки и другие кредитные учреждения неохотно идут на предоставление кредитов для покупателей бухгалтерских фирм, в основном по причине небольшой величины материальных активов таких фирм, которые могут быть использованы в качестве обеспечения на тот случай, если покупатель не сможет погасить кредит. Клиентура бухгалтерских фирм достаточно непостоянна и при снижении качества обслуживания имеет тенденцию переходить в другую фирму. Во-вторых, достаточно важно обеспечить участие продавца в финансировании приобретения его фирмы, что послужит залогом оказания им содействия в переходный период передачи прав на фирму — этапе, который является достаточно важной частью данного процесса.

Условия продажи

Как правило, продавец предоставляет кредит на оплату покупки фирмы на период от 3 до 10 лет; чаще всего этот период составляет 5 лет. Размер первоначального взноса варьируется в пределах от 10 до 50 процентов; наиболее типичным является первоначальный платеж в размере от 25 до 30 процентов. Как правило, на оставшуюся часть суммы продавец получает вексель. По большей части эти векселя приносят ему процентный доход по ставке, незначительно превышающей текущую банковскую ставку. Если покупатель выплачивает значительную надбавку к цене практики, процент на векселя чаще всего не начисляется.

Гарантии

При продаже бухгалтерских фирм в большинстве случаев от продавца требуется предоставление покупателю гарантий по уровню валового дохода, обеспечиваемому фирмой. При отсутствии таких гарантий может оказаться, что покупатель будет вынужден платить за то, что он может и не получить в дальнейшем. Сумма гарантии обычно рассчитывается на основе того же самого мультипликатора валовой выручки, который был использован при расчете цены продажи. Наиболее распространенным и обоснованным видом гарантии является гарантия на один год от даты приобретения практики; в ней могут быть предусмотрены как гарантии в отношении конкретных клиентов, так и в отношении общего валового дохода фирмы в течение оговоренного периода времени.

Переходный период

Переходный период в процессе передачи прав собственности чаще всего относится к числу тех вопросов, которые покупатель упускает из виду, что может нанести значительный ущерб успеху сделки. После вступления сделки в законную силу чрезвычайно важно принять надлежащие меры для обеспечения планомерного перехода прав собственности, поскольку как клиенты, так и персонал самой компании могут болезненно отреагировать на смену собственника. Важно, чтобы новый владелец был надлежащим образом представлен клиентам и сотрудникам фирмы; клиентов необходимо убедить в том, что при передаче прав собственности их интересы были соблюдены в полной мере и что качество обслуживания и расценки на предоставляемые услуги останутся на прежнем уровне или даже будут изменены в лучшую сторону. Сотрудники должны убедиться в своей защищенности в плане гарантий занятости на фирме. В целом передача прав собственности занимает от нескольких недель до нескольких лет в зависимости от конкретной ситуации.

Соглашение о неучастии в конкуренции

Как уже ранее говорилось, такое соглашение является частью договора купли-продажи фирмы. Оно необходимо для защиты покупателя от конкурентной борьбы с самого начала его деятельности в качестве владельца фирмы, а также от риска того, что продавец начнет переманивать клиентов сразу же после продажи своей фирмы. Тем не менее, условия такого соглашения в части, оговаривающей период времени и территорию, на которое оно распространяется, не должны быть излишне строгими. Можно ограничиться включением в соглашение положений, касающихся запрета на оказание продавцом услуг конкретным клиентам или на территории, обслуживаемой данной фирмой, в течение определенного периода времени.

Договор о неучастии в конкуренции должен предусматривать размер возмещения, которое должен будет выплатить продавец или покупатель в

случае нарушения условий договора. Встречные обязательства покупателя в отношении неучастия в конкуренции в свою очередь служат средством защиты интересов продавца.

Заключение

Бухгалтерская практика традиционно относится к наиболее высоко котирующимся видам профессиональной практики. В целом, стоимость сертифицированной и несертифицированной фирмы отличается в незначительных пределах, так же как и стоимость фирм, специализирующихся в различных областях — будь то сфера аудита, налогов или предоставления бухгалтерских услуг. Более высокую стоимость имеют фирмы, отличающиеся высоким уровнем управления, а также компании, процедура передачи прав собственности на которые не связана с большими сложностями. Залогом успешной передачи этих прав является содействие и помощь со стороны продавца на протяжении всего переходного периода с момента продажи компании.

Оценка радиостанций и компаний кабельного телевидения**УИЛЬЯМ Р. РАЙС (WILLIAM R. RICE)****РОБЕРТ К. ШЛЕГЕЛЬ (ROBERT C. SCHLEGEL)****ДЖОН ДЖ. КОТЛЯРЧИК (JOHN J. KOTLARCZYK)**

Радиостанции и компании кабельного телевидения относятся к смежным отраслям. Однако, если рассматривать их деятельность с точки зрения экономических возможностей и проблем, то в их функционировании можно отметить ряд существенных различий. После принятия Федерального закона о телекоммуникациях, вступившего в силу 8 февраля 1996 г., практически во всех средствах массовой информации, относящихся к сфере коммуникаций, значительно увеличился объем доходов, а стоимость компаний повысилась благодаря росту биржевых цен на их акции относительно объема валового дохода. Значительный рост также демонстрируют телевизионное вещание, индустрия кино и видеофильмов, различные виды издательской деятельности (издание газет, книг, журналов). Что касается сферы оценки бизнеса, то наиболее часто агенты и оценщики сталкиваются с заданиями на оценку радиостанций и каналов кабельного телевидения, что объясняется их многочисленностью, меньшим размером и более динамичным стилем управления по сравнению с другими средствами массовых коммуникаций.

В соответствии с прогнозами, в конце 1990-х годов сложный темп роста расходов на размещение рекламы в сфере коммуникаций США должен составить 6,9 процентов в год.[1] Важно отметить, что кабельное телевидение несколько потеснило сетевое телевидение в сфере размещения местной рекламы. Эта тенденция положительно сказалась на деятельности и, соответственно, стоимости радиостанций — местные рекламодатели увеличили объем рекламы, размещаемой на радио, считая такое вложение денег более эффективным. Если перейти к сравнению радиовещания и кабельного телевидения по объему размещаемой рекламы, то следует ожидать значительных темпов роста в обеих этих смежных отраслях, что иллюстрируется данными, приведенными в Таблице 26.1.

Необходимо отметить, что технологическая конвергенция и изменения в законодательной сфере «перегрели» рынок, вызвав в отраслях радиовеща-

ния и кабельного телевидения волну консолидации собственности. Вполне

Таблица 26.1 Годовой объем размещения рекламы [2]

	Радиовещание	Абонентские услуги кабельного телевидения
ВАЛОВОЙ ОБЪЕМ РАСХОДОВ (МЛН ДОЛЛ. США)		
1990	8 726	18 797
1995	11 320	28 984
Прогноз на 2000 г.	15 880	43 648
ГОДОВЫЕ ТЕМПЫ РОСТА		
1990 — 2000	5,3%	9,0%
Прогноз на 1995 — 2000 гг.	7,0%	8,5%

очевидно, что следующая волна грозит захватить вещательное телевидение. Перспективы, открывающиеся перед цифровым телевидением, Интернетом, или «интегрированными широкополосными цифровыми услугами», столь необъятны, что отрасль коммуникаций в целом направляет большие усилия на определение границ деятельности, пытаясь решить, какие объекты и в составе какой структуры собственности являются работоспособными и рентабельными. Поскольку факторы, воздействующие на стоимость компаний в конце 1990-х, могут коренным образом измениться в последующие годы, от агентов или оценщиков, работающих в сфере средств массовых коммуникаций, требуется твердо держать руку на пульсе текущей ситуации на рынке.

Оценка радиостанций

Для осуществления своей деятельности все коммерческие радиостанции (код SIC 4832; категория «Станции радиовещания») должны иметь лицензию Федеральной комиссии США по связи (Federal Communications Commission — FCC). Именно эта лицензия, наряду с материальными активами, чаще всего подлежит продаже при совершении сделок на радиостанции. При совершении более крупных сделок или сделок, преследующих определенные цели — например, получение налоговых преимуществ, объектом продажи могут являться акции. Экономическое развитие отрасли определяется целым рядом факторов, не последним из которых является отмена государственного регулирования в этой области и разрешение иметь в единой собственности несколько объектов в пределах одного географического сегмента рынка. При оценке таких объектов чаще всего используется метод определения стоимости на базе показателя «денежного потока от веща-

Таблица 26.2 Рост валового дохода радиостанций

	Местные	Национальные	Сетевое вещание	Всего	Изменение, %
1992	6 899	1 479	377	8 755	1,9%
1993	7 532	1 629	407	9 568	9,3%
1994	8 374	1 867	411	10 652	11,3%
1995	9 121	1 920	426	11 470	7,7%
1996	9 854	2 093	465	12 412	8,2%

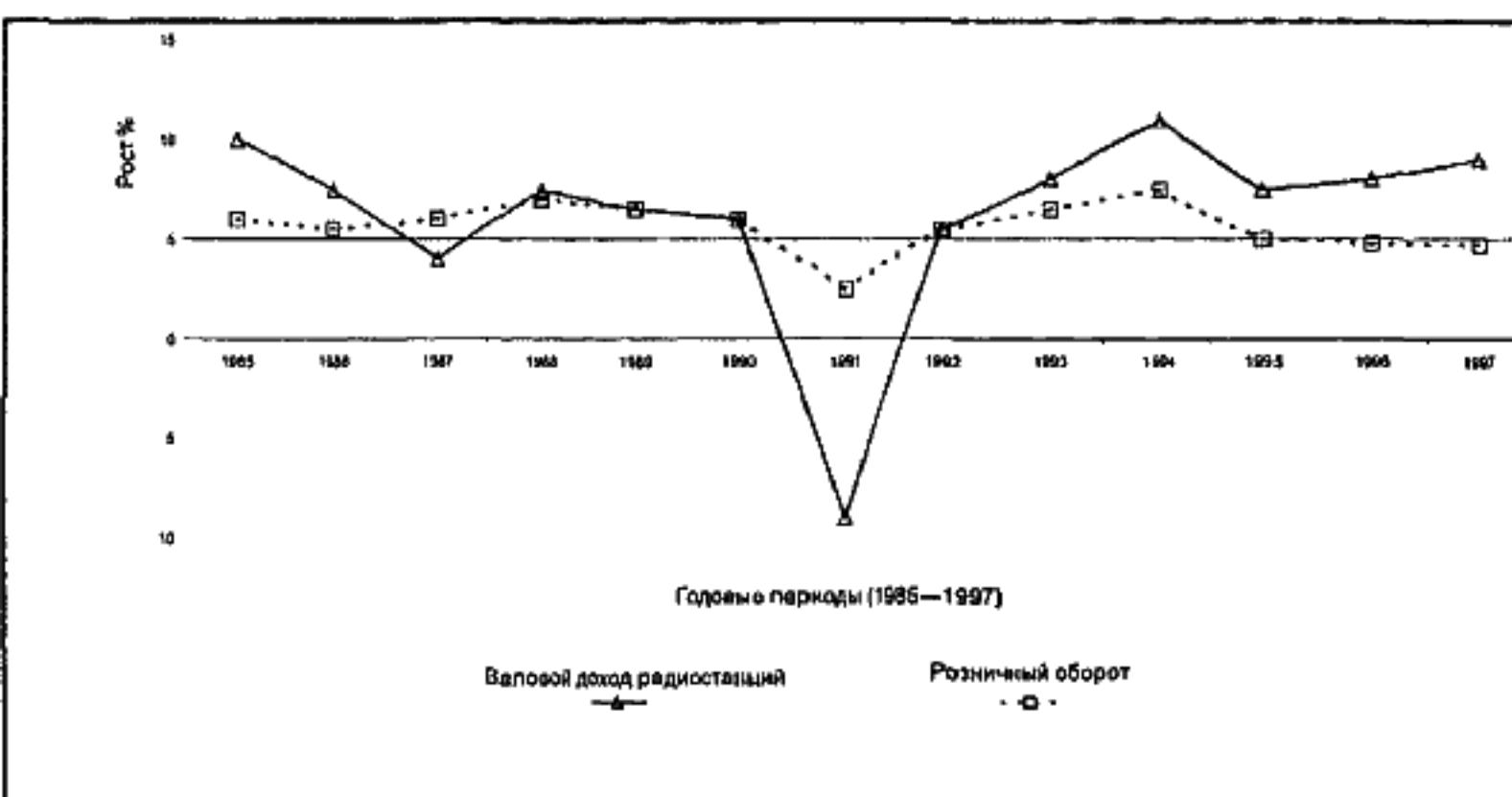
ния», который умножается на соответствующий мультипликатор. По состоянию на 1998 г. значение данного мультипликатора варьировалось в диапазоне от 8 до 18.[3] Однако необходимо отметить, что данная отрасль по-прежнему остается достаточно фрагментированной. Сегодня в США насчитывается около 12 тыс. радиостанций, объем валового дохода большинства из которых не превышает 1 млн. долл. В 1996 г. рыночная доля десяти самых крупных радиостанций все еще составляла менее 25%.[4] В то же время, учитывая слияние ряда крупнейших компаний в начале 1998 г., можно предположить, что на сегодняшний день десятка ведущих радиостанций страны занимает уже около 40% рынка.

Предварительные итоги за 1997 г. свидетельствуют, что совокупный валовой доход радиостанций по всей стране вырос на 11%. Этот год стал рекордным по этому показателю за всю историю отрасли. В 1997 г. совокупный валовой доход радиостанций достиг 13,77 млрд. долл., что составляет около 8% от 172 млрд. долл., затраченных на рекламу в Соединенных Штатах. [5] Этому рекорду предшествовал очень успешный 1996 г., когда, по сообщениям Бюро рекламы отрасли радиовещания (Radio Advertising Bureau), валовой объем доходов радиостанций, представляющих свои данные, увеличился на 8,2%. В Таблице 26.2 приводятся данные об объеме валового дохода радиостанций за последние 6 лет. [6]

По всей видимости, предположения, связанные с ожидаемым ростом доходов от рекламной деятельности, оказываются вполне оправданными. По сообщениям широко известного в стране отраслевого издания The Meyers Report, в соответствии с долгосрочными прогнозами компании сферы радиовещания сохраняют годовой темп роста на уровне 7,4% до 2005 г., и в результате совокупный годовой объем валового дохода отрасли превысит 25 млрд. долл.[7] Другие надежные источники также подтверждают, что сфера радиовещания имеет прекрасные перспективы на ближайшие несколько лет: в соответствии с ожиданиями, сложный темп роста отрасли на период до 2001 г. должен составить от 5 до 8 процентов.[8] Как показывают данные Диаг. 26.1, объем валового дохода радиостанций часто подвержен более значительным колебаниям по сравнению с объемом розничного оборота, что становится очевидным на примере данных за 1987, 1991 (падение валово-

вого дохода) и 1994 гг. (его рост). Подобная неустойчивость увеличивает риск для станций, имеющих большую долю заемных средств в структуре капитала, поскольку они в большей мере подвержены воздействию экономических изменений по сравнению с компаниями многих других типов.

Диаграмма 26.1 Соотношение валового дохода и розничного оборота радиостанций — показатели роста в процентном выражении.



Важные изменения в законодательной сфере, произошедшие за последние 13 лет, оказали большое влияние на объем реализации услуг радиостанций и расценки.

- В 1986 г. FCC приняла Постановление 80-90, утвердившее создание несколько сотен новых станций, работающих в диапазоне FM. Эффект от создания этих новых станций, расширивших выбор программ для слушателей, стал очевиден в конце 1980-х годов, когда многие из этих станций, обладая техническими и коммерческими преимуществами, превратились в мощных конкурентов в борьбе за рекламу. Почти одновременно с принятием Постановления 80-90 Валютный контролер США¹ издал указ, в соответствии с которым вещательные станции были отнесены к категории компаний, имеющих чрезмерно высокую долю заемных средств в структуре капитала, что сильно охладило интерес банков к кредитованию сделок на покупку радиостанций. Совокупный эффект введения этих двух законодательных актов, в сочетании с неопределенностью, связанной с войной в Персидском заливе, выразился в рекордном падении цен

¹ федеральный чиновник, назначаемый Президентом и утверждаемый Сенатом, который отвечает за регистрацию, регулирование и ликвидацию банковских учреждений — *Прим. переводчиков*

на акции радиостанций и сокращении числа заключаемых сделок

- Первые положительные изменения произошли в 1991 г. с принятием FCC нового постановления, которое включало положения о Местных маркетинговых соглашениях (Local Marketing Agreements — LMAs). LMA — это контракт, в соответствии с которым два лицензиата, работающие в пределах одного рынка, могут взаимно «брать в аренду» имущество друг друга. Теоретически это позволяет обеим станциям осуществлять совместную деятельность, что приводит к снижению затрат каждого из участников соглашения. Снижение накладных расходов ведет к повышению финансовых результатов деятельности обоих лицензиатов. Вслед за этим в 1992 г. вышло новое постановление Валютного контролера, снявшее ограничение на предоставление кредитов радиостанциям введенное в связи с высокой долей заемных средств в структуре их капитала.
- В том же 1992 г. FCC аннулировала правила, касающиеся дуополии² на рынке, что положило начало нынешней тенденции к консолидации. В начале 1995 г. ожидание либерализации в отрасли вызвало подъем цен. 2 декабря 1995 г. в силу вступили законодательные акты, в соответствии с которыми снимался контроль над работой станций радиовещания как в диапазоне AM, так и в диапазоне FM. Послабления, в частности, касались требований к Системам оповещения о чрезвычайных ситуациях (Emergency Alert System — EAS), правил ведения журналов регистрации, требований к ведущему оператору, дистанционному управлению и правил, касающихся времени срабатывания в случае технической неисправности. Введение новых правил способствовало снижению операционных затрат радиостанций.
- Закон о телекоммуникациях 1996 г. внес новые изменения в правила, касающиеся дуополии, что привело к росту стоимости радиостанций. FCC в настоящее время разрешает одному лицензиату иметь от 2 до 5 лицензий одного класса, предоставляющих ему право работы на одном рынке. Для самых крупных рынков максимальное число станций всех классов составляло 8 (супер-дуополии). Эта абсолютно новая концепция привела к резкому повышению стоимости радиостанций и увеличению количества заключаемых на них сделок купли-продажи. Это связано с тем, что образование «кластерных» систем из большого числа радиостанций позволило сократить накладные расходы на содержание управленческого аппарата и технических работников, усовершенствовать систему калькуляции цен на оборотные фонды, и обеспечить представление более полных демографических данных рекламодателям. В результате все это привело к снижению роли соглашений LMA.

² рынок, на котором действуют всего два продавца — *Прим. переводчиков*

Во многих случаях влияние маркетинговой политики таких супер-дуополий оказывалось достаточно сильным для того, чтобы изменить укоренившуюся ситуацию на рынке, когда рекламные агентства диктовали свои условия в переговорах по расценкам на размещение рекламы из расчета на один пункт³ рейтинга программы. На рынке появилась новая тенденция, следуя которой владельцы нескольких наиболее мощных станций стали проявлять больший интерес к приобретению станций с худшей технической оснащенностью для их включения в структуру консолидированной собственности.[9]

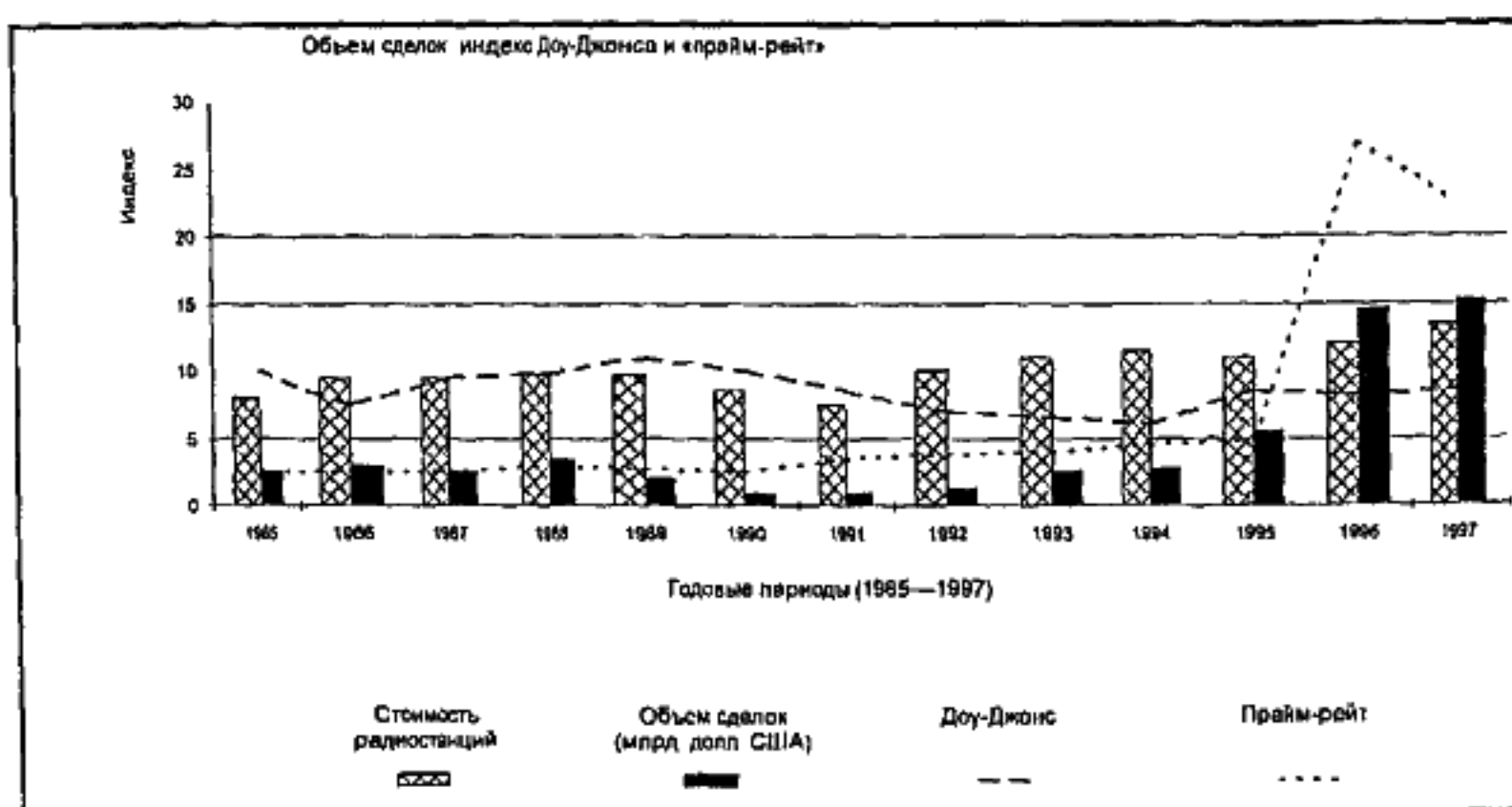
Эти изменения в законодательстве оказали весьма значительное влияние на объем сделок на радиостанции и их стоимость, рассчитываемую на базе мультипликаторов. Вместе с тем, нельзя не упомянуть ряд других, переменных финансовых факторов, также влиявших на рынок. Впечатляющий рост объемов сделок на радиостанции, начавшийся во второй половине 1995 г. и составивший по итогам года 5,6 млрд. долл., продолжился на протяжении 1996 г., по результатам которого объем таких сделок составил свыше 14,4 млрд. долл. В 1997 г. этот показатель уже превысил 15,3 млрд. долл.[10] Как хорошо видно из графика (Диагр. 26.2), стоимость радиостанций, рассчитанная на основе мультипликаторов денежного потока, и объем сделок на них в денежном выражении находятся в тесной связи с показателями роста биржевых цен на акции радиостанций (процентное увеличение рыночной капитализации в соответствии с индексом Доу-Джонса) и имеют среднюю степень корреляции со ставкой «прайм-рейт».

Совершенно очевидно, что в конце 1990-х процесс консолидации выступает на рынке в роли двигателя. Владельцы станций радиовещания убеждены, что наилучшим средством защиты компаний, работающих по лицензии на любом рынке данной отрасли, является приобретение максимального количества станций, разрешенного законодательством. Это количество составляет от половины всех частот в одном диапазоне для маленьких рынков до 5 частот одного класса плюс 3 частоты другого класса для самых крупных рынков. В результате цены сделок превысили показатели стоимости, традиционно рассчитывавшейся на базе мультипликаторов объема денежного потока. Одна из причин роста цен заключается в том, что прогнозируемые финансовые показатели основаны на концепции экономии за счет роста масштаба, которая может быть достигнута при управлении одной компанией деятельностью нескольких станций, работающих на одном рынке. В общей сложности в 1997 г. было продано 1792 радиостанции, в то время как в течение предшествующих 10 лет за один год в среднем продавалось только 859 радиостанций.[11] При этом, если в 1996 г. средняя цена сделки составляла 8,54 млн. долл., то в 1997 г. она достигла 9,04 млн. долл. До этого рекордным по количеству сделок был 1986 год, когда было продано 1168 радиостанций. Это был последний год действия льгот для предприятий общест-

³ единица котировки при аудиторных измерениях — Прим. переводчиков

венного пользования, предусмотренных налоговым законодательством США. Следующий пик наблюдался в 1996 г., когда было продано 1604 радиостанции. Что касается 1995 г., то примерно треть всех проданных в этом году радиостанций относилась к категории дуополий [12], в то время как за время, прошедшее с принятия Закона о телекоммуникациях в 1996 г., объектом продажи в большинстве крупных сделок выступали супер-дуополии.

Диаграмма 26.2 Соотношение между стоимостью радиостанций, рассчитанной на основе мультипликаторов денежного потока, объемом сделок в денежном выражении, индексом Доу-Джонса и ставкой «прайм-рейт».



В результате рынок был выведен из равновесия, т.е. сложилась ситуация, в которой на рынке оказалось слишком много покупателей и слишком мало продавцов. [13] Таким образом, специалисты в области оценки оказались в ситуации, не дающей им права выбора: они должны определять рыночную стоимость на рынке, тон на котором задают покупатели, преследующие свои стратегические цели. Классики теории экономики были бы обескуражены тем, что происходит на этом рынке в плане взаимосвязи изменения цен на акции компаний и объема сделок на них, поскольку тенденции в движении этих двух показателей практически идентичны. Когда цены на акции растут, продается больше станций и по более высокой цене. Когда цены на акции падают, продается меньше станций и по более низкой цене. Казалось бы, это происходит вопреки всем законам классической теории спроса и предложения. На самом деле специфика отрасли, связанная с лицензированием, обусловила создание рынка, контролируемого продавцами. Для того, чтобы понять очевидное, казалось бы, противоречие рыночного механизма законам экономики, необходимо внимательно изучить конкретные изменения в законодательстве, оказавшие воздействие на данную отрасль за по-

следние 13 лет. В 1991 г., в условиях падения цен и объема сделок, на рынке существовало большое количество покупателей, но было слишком мало продавцов.

На сферу купли-продажи радиостанций определяющее воздействие по-прежнему оказывают три фактора: отмена государственного регулирования, наличие капитала и рост объема валового дохода в отрасли. Как и раньше, цены на радиостанции при продаже рассчитываются на основе мультипликатора денежного потока, хотя, безусловно, при заключении сделок учитываются и другие факторы, такие как привлекательность объекта купли-продажи, класс услуг (АМ или FM), мощность станции, состояние радиомачты, укомплектованность штата сотрудников, занимающихся продажей услуг, и конкуренция.[14]

эффициента цена/ВСГ для достаточно эффективных станций диапазона FM по-прежнему варьируется в интервале до 10.

Активы, входившие в перечень продаваемого имущества, в большинстве случаев включали чистые основные фонды, товарно-материальные ценности (короткие рекламные объявления, коммерческую рекламу и записанные и отредактированные материалы, готовые к выпуску, можно отнести к основным фондам) и неосязаемые активы. Как правило, продавцы оставляли за собой «жидкие» наличные средства, дебиторскую задолженность и обязательства. В целом, материальные активы радиостанций чаще всего составляют около 40 процентов их обоснованной рыночной стоимости.

ПРИМЕЧАНИЕ

В процессе оценки радиостанций необходимо правильно определить обоснованную рыночную стоимость обременения, поскольку сильно изношенная, низкокачественная вещательная аппаратура фактически утратила значительную часть стоимости.

К наиболее важным неосязаемым активам относятся лицензии FCC, вызывные станции, клиентская база, а также потенциал расширения аудитории слушателей. При расчете стоимости лицензии обычно учитываются прямые затраты на ее приобретение, стоимость имеющихся дополнительных разрешений, а также величина других затрат, необходимых для получения разрешения на строительство и расширение мощностей. Иногда при заключении сделок покупатель полностью или частично берет на себя имеющийся долг, сумма которого чаще всего прибавляется к стоимости приобретаемой станции.

Еще одним показателем благоприятной ситуации на рынке купли-продажи радиостанций и компаний, относящихся к этой отрасли, являются данные по рыночной капитализации и высокие значения коэффициентов цена/доходы при продаже миноритарных пакетов акций открытых акционерных компаний, приведенные в Таблице 26.4.

В то же время, ни одна из этих компаний не может рассматриваться в качестве идеальной базы для сопоставления при анализе стоимости мелких радиостанций. Практически все публичные компании, работающие в сфере вещания, имеют более высокую степень капитализации и работают на гораздо более крупных, диверсифицированных рынках, а также обладают гораздо более разветвленной структурой, позволяющей им пользоваться преимуществами экономии за счет масштаба деятельности. При расчете стоимости мелких радиостанций зачастую применяются очень высокие скидки на недостаточную реализуемость — в первую очередь потому, что риск, связанный с деятельностью в области радиовещания в целом, многократно усиливается, если речь идет о небольших компаниях закрытого типа, по сравнению с большими публичными корпорациями, находящимися под постоянным финансовым надзором. Для самых маленьких станций информа-

Таблица 26.3 Значения мультипликаторов на основе данных о сделках купли-продажи радиостанций[16]

Рынок	1996	1997
Нью Йорк, Лос-Анджелес, Атланта	16x—18x	16x—20x
Рынки категории 3 - 10 (см примечание)	14x—16x	15x - 18x
Рынки категории 11 - 25	12x—14x	11x—15x
Рынки категории 26 - 50	11x—13x	12x—14x
Рынки категории 51 - 75	10x—12x	11x—13x
Рынки категории 76 - 100	9x—11x	10x—12x

ция по открытым компаниям может использоваться только в качестве ориентира для определения общей ситуации на рынке.

Поскольку рыночные данные являются наилучшим общим индикатором стоимости, важно провести сопоставление объекта оценки с радиостанциями, проданными на рынке, и тем самым обосновать использование того или иного мультипликатора BCF или других показателей, которые могут быть применены для оценки радиостанции. Оценка радиостанций проводится не только при их продаже; иногда она необходима для других целей — определения имущественного статуса, при дарении имущества или при бракоразводных процессах. Анализ дисконтированных будущих доходов с использованием BCF или чистого денежного потока лучше всего проводить в условиях, когда у продавца нет необходимости в продаже своей собственности и нет явного интереса со стороны какого-либо покупателя. Для корректировки стоимости чистых материальных активов для ее приведения в соответствие с рыночной стоимостью может потребоваться помощь со стороны агента или специалиста по продаже бывшего в употреблении радиооборудования.

Таблица 26.4 Индикация стоимости компаний на фондовом рынке (по данным приблизительно на сентябрь 1998 г.)

Компания	Рыночная капитализация (млрд. долл.)	Коэффициент P/E (на основе данных за последний период)
Clear Channel Communications	10,60	не показательно
Jacor Communications	2,80	не показательно
Hefel Broadcasting	1,50	56
Cox Radio	1,20	57
Emmis Broadcasting	0,58	56
Saga Communications	0,21	40

Оценка объектов кабельного телевидения

Несмотря на различия в экономических аспектах деятельности этих двух отраслей, методика оценки объектов кабельного телевидения (код SIC 4841; категория «Услуги кабельного ТВ и другие платные услуги ТВ») аналогична методике проведения анализа радиостанций. Многие думают, что телевидение представляет собой единую отрасль, но на самом деле телевидение состоит из трех сегментов: вещательного, кабельного и сетевого программного ТВ. В целом ситуация в отрасли кабельного телевидения по состоянию на 1998 г. в чем-то напоминает положение в радиовещании в 1994 г. — отрасль находится в ожидании предстоящих слушаний в Конгрессе по вопросу отмены государственного регулирования. С точки зрения оценки, телевизионные станции традиционно подразделяются на следующие 4 категории:

Ретранслирующие станции сети, работающей в диапазоне метровых волн (very high frequency — VHF)

Независимые станции, работающие в диапазоне метровых волн

Ретранслирующие станции сети, работающей в диапазоне дециметровых волн (ultra high frequency — UHF)

Независимые станции, работающие в диапазоне дециметровых волн

С возникновением кабельного телевидения появилась пятая категория телевизионных сетей; в некоторых отношениях кабельное телевидение сходно с коммунальными предприятиями (включающими телефонные компании и предприятия, осуществляющие снабжение газом, водой и электричеством). Объекты кабельного телевидения имеют значительный объем основных средств, что связано с необходимостью больших капиталовложений в прокладку воздушных или подземных кабелей или в сооружение трансляционных вышек, используемых в системах «беспроволочного» кабельного телевидения. На протяжении нескольких лет, вплоть до 1995 г., кабельное телевидение постоянно испытывало трудности, связанные с внедрением новых технологий и наличием контроля со стороны государства. Усиление этого контроля угрожает этой отрасли деятельности и поныне. В 1992 и 1993 гг., вслед за вводом очередного свода правил по контролю тарифов со стороны федеральных органов, объем сделок на системы кабельного телевидения практически сошел на нет. В 1995 г. кабельное телевидение начало отвыывать утраченные позиции. Как показывают данные Таблицы 26.5, доля кабельного телевидения из расчета количества часов просмотра передач на одного зрителя в общем показателе для телевидения в целом постоянно увеличивается, что, естественно, не может не оказывать влияния на размещение рекламы.

С точки зрения оценки, кабельное телевидение относится к категории трудно прогнозируемых отраслей. Так же, как и в сфере коммунальных услуг, в кабельном телевидении рынок контролирует один поставщик, что за-

частую приводит к снижению эффективности работы и повышению цен для потребителей. К сожалению, количество информации, необходимой для сравнения данных о сделках между местными операторами кабельного ТВ и сетями программного кабельного телевидения, довольно ограничен.[17] Некоторые системы кабельного ТВ также владеют подразделениями программных сетей. Клиенты, уделяющие большее внимание вопросам экономии средств, а также потребители в сельской местности предпочитают конкурентоспособные сети прямой спутниковой трансляции, такие как Direct TV. Многие более крупные публичные компании телевидения также вкладывают немалые деньги в объекты кабельного телевидения и образуют холдинговые компании, работающие в сфере телевидения, что говорит о стирании границ между категориями телевизионных компаний, традиционно разграничивавшихся по техническим параметрам, и появлении новых структурных образований на рынке — таких, как объединения, обслуживающие определенный географический сегмент рынка или определенную категорию потребителей.[18]

В настоящее время оценка систем кабельного телевидения производится на базе EBITDA с использованием соответствующих мультипликаторов. Определение EBITDA производится аналогично расчету денежного потока от вещания радиостанций. Наиболее распространен Метод дисконтированных будущих доходов с использованием EBITDA, валового или чистого денежного потока. По мнению Конрада Морриса (Conrad Morris), агента, специализирующегося в области купли-продажи систем кабельного телевидения, в 1998 г. на рынке наблюдается уменьшение количества продавцов, что объясняется тем, что большинство мелких операторов предпочитает пока не расставаться со своей собственностью в расчете на повышение трафика, тарифов и использование преимуществ, связанных с расширением Интернета. На текущий момент цена сделок на продажу компаний-операторов кабельного телевидения общего профиля составляет от десяти до пятнадцатикратного размера EBITDA, или около 2 тыс. долл. на одного абонента.[21]

Статистические данные о реальных сделках по продаже объектов кабельного ТВ, имеющиеся в распоряжении компании Paul Kagan Associates, Inc., свидетельствуют о некотором снижении цены сделок из расчета на од-

Таблица 26.5 Количество часов просмотра на одного человека в год[19]

Год	Вещательное ТВ	Кабельное ТВ	Всего
1990	1 120	350	1 470
1992	1 073	437	1 510
1994	1 091	469	1 560
1996	1 028	567	1 595
1998	1 024	601	1 625
2000	999	651	1 650

Таблица 26.6 Рынок сделок на компании кабельного ТВ, 1995-1997 гг. [20]

	1995	1996	1997
Объем сделок по продаже компании кабельного ТВ (млн долл.)	20 239,9	16 082,1	22 199,2
Средняя цена из расчета на одного абонента (долл.)	1 828,0	2 115,0	2 029,0
Среднее значение мультипликатора денежного потока	9,7x	10,1x	9,2x

ного абонента и значений мультипликаторов, несмотря на рост объема сделок в денежном выражении. Эти данные приводятся в Таблице 26.6.

Для определения категории «качества» операторов кабельного ТВ (например, при расчете ставки дисконтирования денежного потока) используются следующие ключевые характеристики:

Качество оборудования. Если оборудование относится к разряду современного, то чаще всего существует возможность его модернизации для обеспечения дуплексной связи. Техническое состояние системы определяется такими параметрами, как частота передаваемого сигнала (в мегагерц), количество входов, состояние линейных усилителей, а также тем, используются ли в системе оптоволоконные кабели. Кроме того, необходимо выяснить, имеется ли возможность передачи двусторонних сигналов и является ли система адресной. В «беспроволочном» кабельном телевидении используется система мультимедийной дистрибуции (multimedia distribution system — MMDS), которая включает башню, расположенную, скажем, в центре города, которая передает сигналы на приемники, расположенные в домах абонентов. Необходимо выяснить, обладает ли башня достаточной прочностью для того, чтобы выдержать вес дополнительных антенн. Потенциальные покупатели хорошо понимают, что для того, чтобы система кабельного телевидения была конкурентоспособной, в ней должно использоваться самое современное, высокотехнологичное оборудование. В этой связи прогнозируемый объем затрат, необходимых для капитального переоснащения и замены устаревшего оборудования, является одним из главных элементов расчетов прогнозируемого объема чистого денежного потока.

Количество собственных каналов. Контракты на телепрограммы и условия сделки играют более важную роль, чем при продаже радиостанций. В этом отношении кабельное телевидение приближается к другим видам телевидения.

Валовой доход на одного абонента и количество абонентов. Сколько многоквартирных домов обслуживает данная сеть? Какое количество семей пользуется его услугами? Каково соотношение абонентов, подписавшихся на базовый/расширенный пакет программ? Какова среднемесячная сумма выставленных счетов и плата за аннулирова-

ние контракта пользователями?

Потенциал подключения новых домов. Количество домов, расположенных в пределах территории, на которой уже проложены кабели. Жители таких домов представляют собой потенциальных абонентов, которых можно «заполучить» без больших дополнительных затрат. Каково процентное отношение потенциальных клиентов к общему числу абонентов?

Плотность населения. Какова плотность населения территории, на которой работает данный оператор? Хорошим показателем считается 20 чел. на 1 квадратную милю. Районы в сельской местности имеют меньшую плотность населения; вследствие этого количество абонентов в таких районах гораздо меньше, а затраты на их подключение значительно выше. Каковы прогнозы роста данного рынка?

Тип лицензии. В то время как для работы в области радио и телевидения требуется получение лицензии FCC, которая контролирует эту деятельность на основе общих правил, компании кабельного телевидения получают лицензии на основе договоров, которые чаще всего заключаются с местными органами управления. В таких договорах оговариваются условия эксплуатации кабельных сетей, а также, во многих случаях, содержатся общие положения, касающиеся тарифов на услуги. Необходимо узнать, предусмотрена ли в договорах возможность возобновления действия лицензии, а также выяснить характер взаимоотношений между оператором кабельного телевидения и местными органами управления, выдающими лицензию.

Для проверки Вашего заключения о стоимости можно использовать информацию базы данных Done Deals Database[22] (осень 1998 г.), содержащую сведения о 18 сделках купли-продажи компаний кабельного телевидения, совершенных в период с 1995 г. до начала 1998 г. Валовой объем доходов этих компаний составлял примерно от 375 тыс. долл. до более чем 144 млн. долл. Таким образом, среднеарифметическое значение их доходов равняется 20,9 млн. долл., а медианное значение — 5,7 млн. долл. В Таблице 26.7 приводятся данные о медианных значениях мультипликаторов по сделкам, совершенным на компании, стоимость которых рассчитывалась на основе их активов.

Заключение

Оценка радиостанций и объектов кабельного телевидения связана со значительными трудностями, связанными со стремительным развитием современных технологий и изменениями в законодательстве. Несмотря на то, что эти отрасли относятся к смежным областям деятельности, они имеют суще-

Таблица 26.7 Статистические данные по выборочным сделкам на объекты кабельного телевидения

Мультипликатор	Медиана	Количество сделок
Цена/Активы	3,7	17
Цена/Акционерный капитал продавца	9,1	11
Цена/Валовой доход	4,4	18
Цена/Доходы	30,8	6
Цена/Денежный поток	17,9	4

ственные различия, обусловленные характером задач и спецификой трудностей, с которыми они сталкиваются в сфере экономики. Начиная с 1996 г., в обеих отраслях наблюдается процесс консолидации, происходящий гигантскими темпами, и существуют признаки того, что данная тенденция сохранится до тех пор, пока продолжится рост экономики США. Однако, если Вы заметите, что «быки» на рынке начнут превращаться в «медведей», стоит заняться поиском покупателей, у которых, возможно, в сундуке еще остались деньги, припрятанные для особых целей.

В целом, при оценке объектов собственности в этих отраслях в центре внимания находятся вопросы, связанные с методикой определения будущего денежного потока. Для радиостанций на основе рыночных данных рассчитывается мультипликатор денежного потока от вещания (показатель, аналогичный EBITDA), а при оценке операторов кабельного ТВ используется Метод дисконтированных будущих доходов. Важно обеспечить тщательное обследование состояния оборудования с привлечением опытного агента или оценщика, специализирующегося в этой области, поскольку оборудование, используемое в данных отраслях, устаревает очень быстро.

В конечном итоге стоимость, безусловно, зависит от ситуации на рынке на дату оценки (заключения сделки), от количества продавцов и покупателей на этом рынке. Получите информацию о сделках, заключенных за последнее время в данном регионе на компании, работающие в этой области, и максимально используйте данные отраслевой статистики, в т.ч. данные о различных сопоставимых компаниях и о величине оценочных коэффициентов и мультипликаторов. Скорее всего, сферу коммуникаций в целом в ближайшие годы ждут новые большие перемены, вследствие чего прошлые данные будут уже не столь показательны и пригодны для анализа.

Примечания

1. Veronis, Suhler & Associates. Прогноз показателей отрасли связи (Communications Industry Forecast), 10-е ежегодное издание, август 1996 г., стр. 13.

2. Там же, стр. 34-35.
3. Прекрасным, хотя и несколько устаревшим, руководством по основам наиболее распространенных методов оценки является книга «Обоснованная рыночная стоимость радиостанций: Руководство для покупателя», написанная Брюсом Чинном и Марком Фратриком (Fair Market Value of Radio Stations: A Buyer's Guide, by Bruce Cheen and Mark Fratrick), National Association of Broadcasters, 1990 г.
4. Уолтер Джюрек «Оценка радиостанций» (Walter Jurek. «Valuation of Radio Stations»), Business Valuations by Industry, 1997 г., стр. 147.
5. Для сравнения, доля рекламы, размещаемой в газетах, составляет почти 26% общего объема затрат на рекламу в США. Поскольку доход от рекламы составляет основную часть денежного потока, получаемого радиостанциями, телевизионными компаниями и средствами массовой информации, размещение рекламы отражает изменения в предпочтениях покупателей в отношении источников информации о товарах.
6. Radio Business Report, том. 14, выпуск 50, 15 декабря 1997 г., стр. 3.
7. Radio Business Report, рассылка по факсу, 3 декабря 1997 г.
8. Структура программ на радио меняется очень быстро. По состоянию на 1995 г. наиболее распространены были следующие тематические разделы (% радиостанций): (1) страна/27.3%, программы для молодежи/14.9%, новости/12%, религия/8.9%, музыка ретро/8.3%. По данным Veronis, Suhler and Associates, loc. cit., стр. 115.
9. Джек Мессмер «Оценка дуополий: новая математика» (Jack Messmer, «Superduopoly Valuations: The New Mathematics») Radio Broadcast Review, 30 сентября 1996 г., стр. 8-10.
10. Radio Business Report, том 13, выпуск 26, 8 июля 1996 г., и том 14, выпуск 46, 17 ноября 1997 г.
11. Paul Kagan Broadcast Banker/Broker, № 164, 24 декабря 1997 г.
12. Paul Kagan Broadcast Stats, № 145, 31 января 1996 г. Paul Kagan & Associates, Carmel, CA.
13. По состоянию на конец 1990-х годов, радиовещание является не единственной отраслью, в которой происходит консолидация собственности. Компании, занимающиеся разработкой программного обеспечения, поставщики услуг Интернета, и, среди прочих, похоронные бюро — волна консолидации, подхлестываемая быстрорастущими ценами на фондовом рынке, увеличением доступа к кредитам, частичным снятием государственного регулирования и ожиданиями, связанными с экономией от масштаба деятельности, захватила все эти компании. Учитывая неустойчивость рынка, наблюдаемую в конце 1998 г., стоит ожидать, что этот «медовый месяц» мо-

жет скоро закончиться. Не пропустите этот момент. На практике это означает, что когда на рынке уже не будет наблюдаться столь бурный процесс консолидации или расширения деятельности, осторожный оценщик не станет использовать значения мультипликаторов и коэффициентов, основанные на более ранних оптимистических прогнозах.

14. «Мультипликаторы денежного потока: стремительный взлет» («Cash Flow Multiples Soar Up and Away»), *Tuned In*, октябрь 1996 г., стр. 35-36.
15. Paul Kagan Associates, Inc., бюллетень *Broadcast Banker/Broker Newsletter*, 15 мая 1998 г., стр. 2.
16. Star Media Group, Inc. & Paul Kagan Associates, опубликованные отчеты.
17. Существует более 100 сетей, занимающихся выпуском программ для кабельного телевидения. Местные операторы закупают такие программы для показа зрителям, с которых взимают за это плату. Большинство сетей кабельного ТВ имеет небольшую, узкую аудиторию. Несмотря на все разговоры о внедрении цифровой передачи телесигналов, что должно заставить многие каналы перейти на кабельные сети, потребители, имеющие для просмотра от 200 до 500 каналов, пока не рвутся переходить на цифровое телевидение, требующее использования довольно дорогих декодеров цифровых сигналов. В настоящий момент оценщики придерживаются мнения, что к 1999 - 2000 гг. многие кабельные каналы будут закрыты — как это происходило в 1980-х годах после появления концепции о едином кабельном канале, в ходе реализации которой произошло разорение многих мелких операторов.
18. Иногда объединение радиостанций и операторов кабельного телевидения происходит по языковому признаку — например, испаноязычные станции.
19. Veronis, Suhler & Associates, loc. cit., стр. 17.
20. Paul Kagan Associates, Inc., 126 Clock Tower Place, Carmel, CA 93923. Публикации Kagan Group являются одним из лучших источников статистических данных по отраслям радиовещания и телевидения. Данная компания выпускает также различные отраслевые бюллетени. Информацию можно получить по тел. (831) 624-1536.
21. С Конрадом Моррисом можно связаться по электронной почте (www.cma@ctlnet.com), или обратившись по адресу CM+A, 35 W. Market Street, Wabash, IN 46992.
22. World M & A Network, 717 D Street, NW, Suite 300, Washington, DC 20004-2807.

Оценка гостиниц и moteлей**КЕЛВИН Г. ШЁН (CALVIN G. SCHOENE)**

За последние десятилетия гостиничная индустрия по всему миру развивалась не иначе, как гигантскими скачками. Перечислим лишь некоторые группы объектов из обширного списка: загородные гостиницы, moteли на автотрассах, отели в деловой части города, первоклассные гостиницы с многокомнатными номерами, гостиницы экономического класса с ограниченным набором услуг, и курортные гостиницы класса люкс. В США вряд ли удастся обнаружить деревушку, не имеющую гостиницы того или иного типа.

Особенно интенсивное строительство велось в конце 70-х — начале 80-х годов, когда преимущества системы налогообложения перевешивали соображения экономической целесообразности, что в итоге привело к переизобилию в строительном секторе экономики. Затем последовал кризис середины 80-х, выразившийся в ограничении кредитования. Если говорить о moteлях, то в течение следующих семи или восьми лет их было построено весьма немного. В целом, количество moteлей в это время стало меньше, так как многие морально и физически устаревшие объекты уступили свое место на рынке. Подобно большинству рынков недвижимости, рынок операций с moteлями обладает цикличностью. За последние годы, в условиях достаточного объема предложения кредитов на рынке, был построен целый ряд новых moteлей.

В основном, moteльный бизнес продолжает оставаться растущей отраслью экономики, что связано с постоянным увеличением количества клиентов из числа бизнесменов и людей, отправляющихся в путешествие во время отпуска. В наши дни люди имеют больше свободного времени, и соответственно меняются их планы на отпуск или кратковременный отдых. В результате роста компаний, работающих по договору франшизы, которые начали доминировать в гостиничной индустрии, рынок стал в еще большей степени сегментированным.

Учитывая цели данной главы, мы сконцентрируем внимание на гостиницах и moteлях малого и среднего размера — от 30 до 150 мест. Имея в собственности гостиницу с меньшим числом мест, трудно обеспечить свое собственное существование или обеспечить достаточный уровень доходности

инвестиций. Объекты большего размера обычно принадлежат инвестиционным компаниям. По аналогичным соображениям мы не рассматриваем курортные отели, поскольку они имеют свои отдельные, специфические характеристики.

Мотельный бизнес

Мотель относится к категории трудоемких отраслей — это предприятие непрерывного цикла, работающее 24 часа в сутки, 7 дней в неделю. Это одновременно и бизнес сам по себе, и инвестиции в недвижимое имущество. В небольших мотелях часто предусмотрено и проживание владельца. На практике, содержание мотеля может быть объединено с другими видами бизнеса, такими как управление рестораном, баром, сувенирным магазином или другими объектами розничной торговли.

Кроме того, владельцу необходимо следить за земельным участком и строениями, которые должны «привлекать взгляд» проезжающих по автострате. Далее, значительная часть активов состоит из мебели, приспособлений и оборудования. Для поддержания конкурентоспособности предприятия эти активы необходимо постоянно обновлять. Основным требованием к мотелю является наличие чистой комнаты с удобной кроватью. Однако даже дешевые гостиницы заметно расширяют минимальный пакет услуг, предлагая клиентам цветные телевизоры, телефонные аппараты в номере, кабинеты для работы и целый спектр различных услуг и удобств.

Мотели имеют некоторые другие особенности. Номера в них освобождаются и сдаются ежедневно, в отличие от апартаментов или гостиниц, многие из которых сдают помещения внаем на более продолжительные промежутки времени. Очевидным преимуществом мотеля является возможность оперативной корректировки расценок, которая может производиться ежедневно. Непрерывность бизнеса является, безусловно, кровеносной артерией жизни мотеля, поэтому его владельцу приходится постоянно заниматься рекламой и маркетингом своего заведения. В каждом районе есть несколько потенциальных источников клиентуры, и даже самое малое предприятие должно иметь агента, способного этим воспользоваться. Квалификация сотрудников и наличие стимулов в их работе также играют немаловажную роль в привлечении клиентов.

Содержание мотеля требует значительных капиталовложений и ежедневного, непосредственного контроля. Если мотель оказывается не столь прибыльным, как ожидалось, то перепрофилировать его будет очень сложно. Таким образом, риск вложений в эту область является относительно более высоким, но и выгоды его велики — не только от получения доходов, но и за счет солидного прироста стоимости инвестиций.

Маркетинг

Как говорилось ранее, подобно большинству рынков недвижимости, рынок операций с moteлями обладает цикличностью. Начиная с середины 1980-х годов и на протяжении начала 1990-х рынок принадлежал покупателям. Moteли можно было приобрести по цене ниже стоимости замещения, хотя при этом они часто бывали обременены непомерными обязательствами по кредитам. За последние годы тон на рынке задают продавцы, и такое положение, возможно, сохранится и в будущем. Многие из тех, кто совершил покупку несколько лет назад, хотят воспользоваться возможностью получения доходов от значительного прироста капитала (в результате роста рыночной стоимости активов). Есть и другие владельцы, изучающие рынок — если цены будут высокими, они готовы продать свое заведение. К несчастью для покупателя, в обеих указанных ситуациях весьма затруднительно рассчитывать на выгодную сделку. Другие moteли, приносящие прибыль, продаются по «оправданным» причинам (здоровье владельца, семейные проблемы, выход на пенсию, усталость или просто нежелание стоять на месте).

Продажа собственности

Владельцу, собирающемуся продать motel, необходимо предпринять следующие действия:

1. *Назначьте цену предложения.* Вопросы оценки обсуждаются далее в этой главе.
2. *Рассмотрите предложения по форме оплаты и кредитованию сделки со стороны продавца.* Благоприятные условия оплаты являются важной частью удачной сделки. Можно найти покупателей, готовых приобрести заведение за наличные средства, но вряд ли многие из них располагают необходимой суммой для немедленной оплаты, и им все равно придется прибегнуть к получению кредита. Даже если он будет получен, оформление сделки займет больше времени, сильно возрастет объем документов, требующих оформления, и увеличатся издержки. В случае внесения первоначального платежа, обычным методом является передача покупателю уже существующей закладной (закладных) с последующим оформлением продавцом второй¹ или третьей ипотеки. Другим вариантом является оформление так называемой «ипотеки-обертки»² (которая часто называется комплексной передачей собственности в управление по-

¹ Кредит под уже ранее заложенную собственность — Прим. переводчиков.

² Вторая ипотека, которая больше первой и «включает» ее; заемщик имеет дело только со вторым ипотечным кредитором, который передает часть платежей первоначальному кредитору; используется как средство получить дополнительный кредит, не погашая предыдущий, который считается «старшим» по отношению к новому — Прим. переводчиков.

печителю). Тщательно проверьте имеющуюся закладную, выясните, может ли она быть переоформлена на покупателя или использована для оформления «ипотеки-обертки» — только малое число закладных подходит для подобных операций без соответствующего разрешения. В ходе переговоров с владельцем закладной следует выяснить, что требуется от покупателя. Удовлетворительными для продавца условиями будут рассрочка платежа на срок от 20 до 25 лет с наступлением даты погашения³ через 10 — 15 лет.

3. *Соберите полный и подробный пакет документации на собственность.* Такой набор документов должен включать подробное описание объекта (количество номеров, размер площадок и т. д.) Если объект используется на основании договора франшизы, изучите этот договор в части, относящейся к стоимости права передачи. В последнем акте проверки со стороны компании, выдавшей франшизу, должен быть указан перечень работ, которые необходимо выполнить, прежде чем заведение может быть передано другому собственнику. Покупатель должен учесть стоимость этих работ при составлении предложения на покупку. Необходимо обеспечить наличие отчетов о прибыли и убытках не менее чем за два последних года. Очень важно, чтобы эти отчеты отражали все проведенные операции, не исключая побочных. Заключение практически любого контракта на покупку будет зависеть от результатов изучения бухгалтерских книг и записей.
4. *Найдите опытных профессионалов для получения советов и консультаций.* Все операции с недвижимостью непросты, а покупка или продажа мотеля/отеля — это сложная операция, требующая значительных капиталовложений. На операциях с moteлями и гостиницами специализируются определенные консалтинговые и посреднические фирмы. Вам необходимо обратиться к консультантам или агентам, занимающимся операциями в данном секторе рынка.

Заключение сделки

Тем, кто интересуется покупкой мотеля или гостиницы, мы советуем заниматься этим делом методично и с некоторой долей осмотрительности. Будьте терпеливы, пождите, пока Вы найдете как раз то, что Вам нужно. Бурные 1980-е, когда предприниматели приобретали moteли и гостиницы только из прихоти и когда кредиты использовались на полную катушку, остались далеко в прошлом. Все это было возможно во времена инфляции и развития, но сейчас такая политика неминуемо привела бы к катастрофе. И в наше время при приобретении гостиниц покупатели широко используют кредиты, однако все же самым разумным является вариант оплаты, включающий пер-

³ здесь — дата, когда, в соответствии с соглашением, эмитент имеет право погасить долговое обязательство — Прим. переводчиков

воначальный взнос в размере 20% цены приобретения и погашение остальной части путем ежегодных выплат, размер которых не должен превышать 25% валовых доходов от сдачи номеров. Не следует рассчитывать на использование дохода от продажи еды и напитков в качестве источника покрытия платежей по закладной. Основное внимание следует уделить определению объема денежного потока, вопросам конкуренции и эксплуатационной эффективности. Исключительную важность имеют показатели текущей прибыли и прогнозы потенциальных доходов.

Важно также обеспечить наличие достаточных запасов наличности. Издержки, связанные с совершением сделки, могут составить достаточную сумму, особенно в случае передачи прав до договору франшизы или при необходимости получения лицензии на торговлю спиртными напитками. Чаще всего покупатель оплачивает наличными стоимость передаваемых товарно-материальных запасов (как правило, включающих запасы продовольственных товаров и напитков). Необходимо также создать резервный фонд для замены мебели и оборудования.

Следует хорошо подумать, не лучше ли приобрести гостиницу, работающую по договору франшизы. Такие гостиницы и мотели имеют целый ряд преимуществ, включая проведение семинаров, публикацию материалов, маркетинг на общенациональном уровне, высокую покупательную способность и развитую систему резервирования мест в гостиницах. В некоторых случаях при передаче франшизы требования выдающих ее компаний включают предварительное посещение семинара. Помните, однако, что в случае приобретения мотеля этой категории Вам придется производить выплаты самого разного рода.

Другое решение, которое должен принять будущий инвестор/владелец гостиницы любого типа, касается использования услуг фирмы, занимающейся управлением гостиницами и отелями. Как правило, это освобождает владельца от повседневных забот, связанных с управлением и содержанием гостиницы/мотеля. Однако в данном случае, как и при приобретении прав на эксплуатацию гостиницы по договору франшизы, это приведет к снижению размера получаемой прибыли, поскольку к общей сумме издержек прибавятся расходы на оплату услуг такой фирмы.

Цена, размер кредита, который можно получить на покупку гостиницы, и полный пакет документации, условий и предложений со стороны продавца — все это необходимо для удачной сделки. Невозможно переоценить и важность консультации с профессионалом на предварительном этапе.

Поиск вариантов покупки

Возможно, ознакомление с рынком мотелей и отелей лучше начать с предложений, опубликованных в журнале *The Wall Street Journal*. Здесь можно найти ежедневный отдел объявлений, а по пятницам выходит приложение «*Real Estate Comeg*», посвященное недвижимости. Наряду с этим изданием,

большинство столичных газет также отводят место отделам объявлений о продаже отелей и мотелей. Некоторые специализированные издания, например *Hotel & Motel Management* и *Hotel Business*, также имеют отделы объявлений. Можно назвать множество местных, относящихся к определенному штату и общенациональных изданий, выпускаемых торговыми и профессиональными ассоциациями. Однако последняя категория изданий чаще всего специализируется на информации об операциях и сделках, а отделы объявлений — на сведениях о различной продукции и вакансиях.

Отличным источником информации могут быть компании, предоставляющие франшизу (в частности, региональные представители компаний), поскольку они постоянно поддерживают контакт с владельцами мотелей и гостиниц. Кроме того, обширные данные, которые могут отсутствовать в общенациональных изданиях, имеются у агентов. Стоит напомнить еще раз, что информацию необходимо получать только от агентов, специализирующихся в этой отрасли.

Многие покупатели считают, что хороший эффект дает размещение собственного объявления о намерении приобрести отель или мотель.

Если Вы воспользуетесь сразу несколькими из указанных методов, это может привести к лавинообразному увеличению объема информации. Здесь легко запутаться, поэтому необходимо твердо придерживаться ранее выбранных параметров и применять избирательный подход. Соберите максимально возможное количество информации, а уже затем предпринимайте ознакомительную поездку. Настаивайте на предоставлении точной и соответствующей текущему моменту финансовой информации — никаких отчетов семилетней давности или проектов на будущее. Изучите район расположения объекта, его нынешние характеристики и потенциал будущего развития, а также ситуацию на рынке. Полезную информацию могут предоставить местные торговые палаты, но не надо забывать, что предполагаемая сделка может затрагивать интересы местной общины. Свяжитесь с департаментом дорожного движения и строительства и убедитесь, что не предполагается внесения каких-либо изменений

Оценка

Определение стоимости мотеля — непростая задача. Несмотря на наличие нескольких общепринятых подходов, необходимо учитывать уникальные особенности каждого объекта собственности. Такие характеристики, как наличие участка под расширение, объем отложенного ремонта, срок службы строений и оборудования, использование арендованной мебели в отличие от собственной, а также месторасположение, в совокупности оказывают значительное влияние на общую стоимость. Кроме того, крайне важно содержание пакета предложений по финансированию сделки.

Иногда при оценке мотелей и гостиниц применяется затратный подход,

в соответствии с которым определяется рыночная стоимость земельного участка, к которой прибавляется оценочная стоимость произведенных на нем улучшений, рассчитанная по цене замещения, за минусом физического, функционального и экономического износа. При использовании данного подхода не учитываются характеристики доходности объекта. Кроме того, предполагается, что сегодняшнее положение на рынке соответствует положению в момент начала работы объекта, то есть спрос на номера с тех пор не изменился, или даже возрос. Однако рынок мог измениться за это время, и соответственно другим должен быть вывод относительно параметров нового мотеля в данном районе.

Некоторые оценщики используют рыночный подход, в основе которого лежит анализ объема продаж сопоставимых объектов. Наиболее сложным этапом является поиск объектов, обладающих достаточным набором характеристик, которые можно признать в точности соответствующими объекту оценки. При использовании данной методики почти невозможно установить мотивы назначения цены продажи владельцем, так же как и мотивы покупателя, готового заплатить ту или иную сумму. И те, и другие мотивы могут послужить причиной значительного несоответствия между реальной стоимостью собственности и ценой продажи. Иными словами, не стоит пытаться сравнивать яблоки с апельсинами или грушами.

Наибольшим признанием пользуются методы, используемые в рамках доходного подхода, поскольку считается, что они обеспечивают установление наиболее реалистичной стоимости. Мотели относятся к категории предприятий, требующих больших затрат труда управленческого и другого персонала. Они также требуют постоянного ведения маркетинговой деятельности и контроля по всему диапазону предоставляемых услуг. Но, как бы то ни было, став владельцем мотеля, Вы приобретаете возможность получения потока доходов и его приумножения — каковы бы ни были слагаемые Вашего успеха.

В рамках доходного подхода к оценке используются три метода определения стоимости объекта оценки: (1) на базе валовой выручки от сдачи номеров, умноженной на соответствующий коэффициент (множитель); (2) на базе чистого операционного дохода (до начисления износа и выплаты сумм в счет обслуживания долга); и (3) капитализация. Для начала, дадим несколько советов: Используйте данные о фактической величине доходов и расходов. Не стоит полагаться на данные гипотетических отчетов или прогнозов. Прогноз увеличения объема доходов вполне может быть реализуемым, что, безусловно, увеличивает стоимость объекта оценки, но при определении текущей стоимости объекта ожидаемый рост доходов не учитывается. Наличие баров и ресторанов также не оказывает существенного влияния на величину стоимости гостиницы или мотеля, за исключением их влияния на величину чистого дохода объекта оценки. Бары и рестораны могут рассматриваться как потенциальный «центр прибыли», но чаще всего они рассматривают-

ся как неизбежное зло. Наконец, стоит отметить, что цены в значительной степени зависят от географического региона, в котором находится гостиница или мотель. Например, мотели в таких престижных районах, как побережье Флориды, горные курорты Колорадо, Палм-Спрингс и т.д., продаются по более высокой цене по сравнению с мотелями, расположенными на Среднем Западе.

Раньше оценка всех мотелей и гостиниц производилась на базе объема выручки от сдачи номеров, путем умножения ее на соответствующий коэффициент, однако за последнее время этот метод используется только при оценке небольших мотелей. Самый большой недостаток этого метода заключается в том, что при его применении в расчет принимается только усредненный объем издержек и не учитываются более крупные статьи расходов. Поэтому этот метод можно использовать только в качестве общего ориентира. В большинстве регионов страны стоимость гостиниц и мотелей составляет величину, варьирующуюся в диапазоне от 2,5 до 3-х кратного объема выручки от сдачи номеров. Например, если валовая выручка мотеля составляет 250 тыс. долл., то его стоимость должна находиться в пределах от 625 тыс. до 750 тыс. долл. Если Вы используете данную методику оценки, то помните, что при расчетах в качестве базы берется величина выручки от сдачи номеров, в которую не включаются налог на продажи, плата за телефонные звонки или другие виды поступлений и доходов.

При использовании метода оценки на базе мультипликатора или ставки капитализации, для расчетов Вам понадобится детализированный счет прибылей и убытков, в котором должны быть отражены все операционные расходы и статьи капитальных затрат, но который не должен включать износ, амортизацию и проценты. В большинстве случаев приемлемым считается значение мультипликатора чистого операционного дохода, составляющее 7,5, и ставка капитализации в 13%. Для примера предположим, что чистый доход мотеля составляет 200 тыс. долл. в год. Умножив эту величину на указанное значение мультипликатора, мы получим ориентировочную стоимость гостиницы в размере 1,5 млн. долл. ($200\ 000 \text{ долл.} \times 7,5$). Рассчитав стоимость с использованием ставки капитализации, мы получим 1 538 462 долл. ($200\ 000 \text{ долл.} / 0,13$).

Лучше всего использовать оба эти метода — в результате должны быть получены довольно близкие значения. Если величина стоимости, рассчитанная на базе валовой выручки от сдачи номеров, значительно превышает значение, полученное на базе чистого дохода, это говорит о том, что, вероятно, данный мотель имеет объем издержек выше среднего уровня. С точки зрения покупателя, приобретаемый им мотель должен обеспечивать доход, достаточный для покрытия операционных издержек, осуществления всех требуемых выплат и обеспечения достаточной доходности инвестиций.

Заключение сделки зачастую сопряжено с длительным процессом переговоров. Подчас, прежде чем продавец и покупатель достигнут соглашения,

им приходится многократно обмениваться предложениями и выдвигать контр-предложения. В первую очередь полсжат согласованию цена, размер первоначального взноса и условия финансирования. Покупатели, как правило, настаивают на предоставлении им времени для проведения подготовительной работы (обычно от 14 до 30 дней). Это время необходимо им для должной проверки финансовых документов, проведения осмотра технического состояния объекта с помощью привлеченных специалистов, более глубокого ознакомления с условиями договора аренды и т.д. Если результаты проверки дают неудовлетворительные результаты, покупатель может отказаться от заключения сделки без каких-либо обязательств. В ходе подготовительной работы он также может столкнуться с некоторыми обстоятельствами, которые он не мог предвидеть с самого начала. Например, если при мотеле есть бар, покупатель должен убедиться в возможности получения лицензии на него. При принятии на себя обязательств по кредиту, полученному прежним владельцем, покупатель должен уточнить все условия его предоставления и проверить их соблюдение. Если мотель или гостиница работает на основе договора франшизы, покупателю необходимо убедиться в возможности передачи прав по этому договору и выяснить размер сопряженных с этим расходов. Иногда компания, предоставившая франшизу, выдвигает требования о переоборудовании мотеля, что ведет к дополнительным затратам, которые должны быть учтены в процессе переговоров по условиям сделки, относящимся к цене и/или размеру первоначального взноса. Оформление сделки — довольно сложный процесс, который занимает от 30 до 90 дней. Удачной можно считать сделку, которой удовлетворены как продавец, так и покупатель, и в результате которой ни один из них не чувствует себя ущемленным.

Профессиональный консалтинг

По мере развития отрасли гостиничного хозяйства постоянно увеличивается число консалтинговых фирм, специализирующихся на консультациях для покупателей или продавцов гостиниц и moteлей. Их деятельность несколько отличается от принципов работы традиционных посреднических фирм, поскольку консалтинговые компании действуют в интересах одной стороны на условиях оплаты клиентом проделанной ими работы.

Если консалтинговая фирма представляет интересы продавца, ее работа начинается с подробного выяснения причин продажи данного объекта. На этом этапе она также должна убедиться в реалистичности планов продавца в отношении предполагаемых сроков и условий сделки. При этом консультанты стараются выяснить конечные цели, преследуемые продавцом, а также пределы, в которых он готов идти на уступки. Следующим этапом будет оценка собственности и разработка предложений относительно цены, примерных условий сделки и маркетинговой программы. После этого фирма

подготавливает пакет документов по объекту и дает рекомендации по размещению объявления о продаже в средствах массовой информации. Консалтинговые фирмы также берут на себя обработку всех получаемых запросов и проверку потенциальных покупателей, передавая им какую-либо информацию только после окончания такой проверки, чтобы избежать ненужных толков. Они продолжают работу в этом направлении и ведут переговоры по деталям сделки с участием юристов и бухгалтеров продавца до ее полного завершения.

Если консалтинговая фирма выступает на стороне покупателя, первым шагом с ее стороны будет выяснение его конкретных возможностей и требований — величина наличных средств, имеющихся в его распоряжении, максимальный и минимальный размер гостиницы или мотеля, который он хотел бы приобрести, месторасположение объекта, срок его эксплуатации и предполагаемый уровень с точки зрения позиций на местном рынке. При этом консультантам важно выяснить все подробности, относящиеся к требованиям покупателя; что касается реалистичности его ожиданий, то фирма сможет дать ему советы относительно имеющихся реальных возможностей. Затем фирма займется изучением предложений, имеющихся на рынке, используя (1) свои собственные контакты, (2) запросы от потенциальных продавцов, поступающие после опубликования рекламы (3) целевой маркетинг и (4) работу на рынке с целью поиска объекта, удовлетворяющего требованиям покупателя. Она также проводит проверку потенциальных объектов сделки и продолжает вести переговоры с их владельцами при участии юристов и/или бухгалтера покупателя до успешного завершения сделки.

Если Вы выступаете в качестве продавца или покупателя мотеля или гостиницы и хотите воспользоваться услугами профессиональной консалтинговой фирмы, Вам следует проверить квалификацию работающих в ней специалистов, статус фирмы, опыт работы в данной области и получить рекомендации. Большинство консалтинговых фирм взимает плату за свою работу на базе почасовых ставок. Клиенты также оплачивают все расходы, связанные с ведением данного дела. Прежде чем заключать контракт, следует подробно ознакомиться с условиями оплаты услуг. Не тратьте время специалистов впустую — это обойдется Вам в круглую сумму. Рассмотрев все обстоятельства, Вам надо принять решение относительно целесообразности использования услуг данной фирмы. Но приняв такое решение, постарайтесь построить отношения на справедливой основе. Будьте открыты и откровенны — для того, чтобы должным образом представлять Ваши интересы, консультантам необходимо получить как можно больше информации относительно Ваших планов и ожиданий.

Однако не забывайте о том, что как бы компетентны или опыты ни были Ваши консультанты, они не могут творить чудеса. Никакой специалист не сможет при продаже мотеля получить больше, чем он стоит, или же найти для Вас продавца, готового расстаться со своей собственностью за смехо-

творную сумму. Остерегайтесь любого, кто скажет, что это возможно.

Заключение

Все вышесказанное никоим образом не означает, что вложение денег в покупку гостиницы или мотеля того не стоит. Как раз наоборот — такие инвестиции чаще всего вполне себя оправдывают. В гостиничном бизнесе было заработано не одно круглое состояние. В конце концов, Кеммон Уилсон (Kemmons Wilson), основавший сеть гостиниц Holiday Inn, начинал с единственного мотеля, а Конрад Хилтон — с крошечной гостиницы.

Оценка компаний-производителей программного обеспечения

БРЮС Д. МИЛН (BRUCE D. MILNE)

Блиц-вопрос: если Вы продаете компанию, занимающуюся производством и поставкой программного обеспечения, то какой фактор следует считать наиболее важным? Если Вы наугад ответите — «цена», то Вы присоединитесь к мнению большинства. Но, к сожалению, Вы дали неправильный ответ. Поэтому, прежде чем обсуждать оценку компаний, занимающихся производством программного обеспечения, давайте вкратце рассмотрим отличия, которые присущи данной отрасли, и только после этого перейдем к вопросам оценки и анализа структуры сделок.

Начну с того, что просматривая главы, посвященные оценке других, традиционных видов бизнеса (например, компаний, занимающихся розничной и оптовой торговлей, медицинских практик и бухгалтерских фирм), я был ошеломлен тем, насколько разительно отличается бизнес по производству и сбыту программного обеспечения от прочих видов бизнеса. Вот несколько сделанных, что называется, на ходу, замечаний, над которыми следует призадуматься:

- При оценке большинства компаний решающее значение имеет анализ их баланса, в то время как при оценке компаний-производителей программного обеспечения такой анализ чаще всего не проводится (за исключением того, что наличие избыточных активов или пассивов может потребовать корректировки результатов оценки).
- Большинство сделок купли-продажи компаний, работающих в других отраслях, финансируется банками или продавцами, тогда как при продаже компаний, занимающихся производством программного обеспечения, такие виды финансирования почти никогда не используются.
- При оценке традиционных компаний преимущественно используется Метод избыточной прибыли, тогда как при оценке компаний-производителей программного обеспечения, которая чаще всего проводится в интересах покупателей, преследующих стратегические цели, этот метод почти никогда не применяется.

- Оценочная стоимость компаний, занимающихся традиционными видами бизнеса, нередко составляет лишь долю их валовых доходов (скажем, 0,4 — 0,6 величины валового дохода), тогда как стоимость компаний, занимающихся производством программного обеспечения, зачастую составляет удвоенную величину их объема продаж.
- При оценке большинства компаний, работающих в других отраслях, в качестве критерия оценки используют ликвидационную стоимость, которую не применяют при оценке компаний, занимающихся производством программного обеспечения.
- Во многих отраслях есть своя «Синяя книга»¹, и чаще всего приведенные в ней результаты оценки компаний отрасли укладываются в относительно небольшой диапазон; напротив, стоимость сходных компаний, занимающихся производством программного обеспечения, может различаться в десяток раз!

Таковы лишь некоторые отличия между компаниями-производителями программного обеспечения, и компаниями, занимающимися традиционными видами бизнеса. Читая эту главу, Вы обнаружите и другие отличия.

Продажа компаний-производителей программного обеспечения отличается от продажи любого иного бизнеса. Эти компании имеют особые, уникальные характеристики, которые требуют подробного изучения. К ним относятся (как правило) молодость, высокая маржа прибыли, высокие темпы роста, большая скорость перемен, а также отличия в структуре стоимости, значительную часть которой составляет стоимость нематериальных активов. Соответственно, Ваша методика структурирования сделки по продаже компании, т.е. определение объекта продажи и формы оплаты, в большинстве случаев должна отличаться от структурирования продажи компаний, занимающихся традиционными видами бизнеса.

Давайте изучим Таблицу 28.1, в которой сравниваются основные характеристики нескольких компаний, занимающихся традиционными семейными видами бизнеса, и аналогичные характеристики типичной компании по производству программных продуктов, а затем перейдем к Диагр. 28.1, где дается сравнение экономической структуры традиционных видов бизнеса и типичной компании-производителя программного обеспечения. Обратите внимание, насколько они отличаются друг от друга.

Из данных, приведенных в Таблице 28.1, следует, что компании-производители программного обеспечения отличаются от всех прочих самым радикальным образом. Кроме того, этот бизнес гораздо сложнее в управлении. Пожалуй, лучший способ убедиться в этом — это ознакомиться с разделом

¹ Сборник, в котором публикуются данные о стоимости компаний на основе их оценки на базе обоснованной рыночной стоимости; название происходит от сборника Kelly Blue Book, в котором публиковались данные об оптовых и рекомендуемых розничных ценах на подержанные автомобили — Прим. переводчиков

Таблица 28.1 Отличия компаний-производителей программного обеспечения

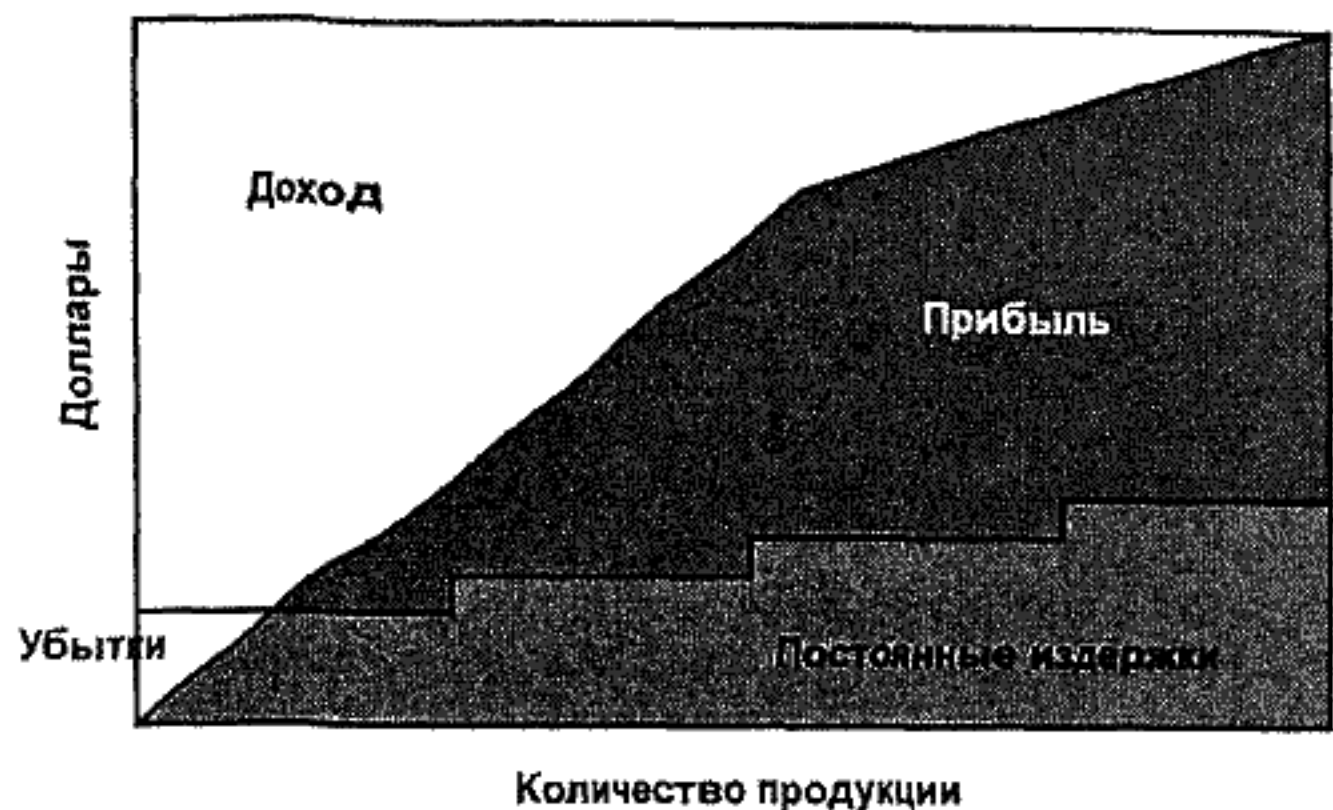
Характеристики	Традиционная семейная фирма	Компания-производитель программного обеспечения
Средний срок существования компании	30 лет +	8
Средний возраст руководителей	60 лет +	38
Причины продажи	Отсутствие преемника Получение денег от продажи, уход на пенсию	Получение денег от продажи; временный фактор
Стоимость	Материальные активы	Нематериальные активы
Маржа прибыли	Низкая	Высокая
Продажи	На региональном уровне	В национальном/международном масштабе
Технологические изменения	Медленные	Стремительные
Конкуренция	Хорошо известная, имеющая прочные позиции на рынке	Разнообразные компании различного размера
Препятствия при вхождении на рынок	Высокие	Низкие
Средний возраст персонала	40 +	30
Темпы роста компании	Минимальный	Стремительные
Кредит	Банковские кредитные линии на базе активов, товарно-материальных запасов и дебиторской задолженности	Кредитная карточка
Опыт в сфере управления	Большой	Минимальный
Первичная реклама	Желтые страницы, местная пресса	Постоянная
Поток доходов	Постоянный, устойчивый	Зачастую единовременный
Методы оценки	Традиционный (на основе капитальных активов)	Инновационные (на основе нематериальных активов)

объявлений о продаже компаний в местной воскресной газете. Там Вы найдете сотни объявлений о продаже бизнеса самого разного рода — от торговли кофе-эспрессо в разнос до мелких производственных компаний. Большинство высших руководителей компаний-производителей программного обеспечения, учитывая уровень их образования и опыта, вполне могли бы решиться на покупку любой из предлагаемых на продажу фирм, однако маловероятно, чтобы кто-либо из владельцев компаний, занимающихся традиционными видами бизнеса, решился купить компанию, занимающуюся производством программного обеспечения, что связано с крайне сложной динамикой в сфере разработки программных продуктов, их продажи, поддержки, финансирования, маркетинга, производства и с другими сложностями в управлении этим бизнесом.

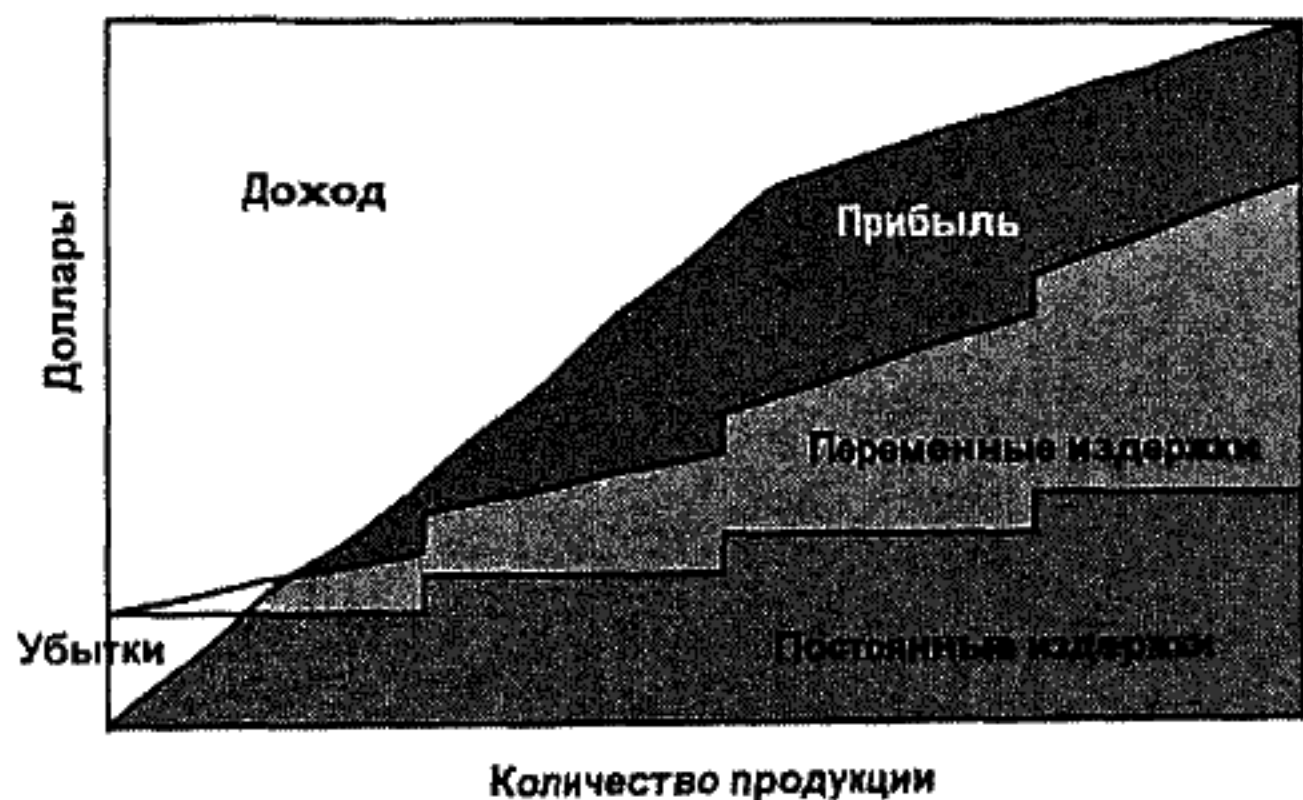
В дополнение к отмеченным выше различиям, графики на Диагр. 28.1 помогают яснее понять коренные отличия в экономическом механизме функционирования компаний, производящих программное обеспечение. В традиционном бизнесе Вы производите продукт по себестоимости X и продаете его по цене, вдвое или втрое превышающей себестоимость. В сфере

Диаграмма 28.1 Графики безубыточности

Типичная компания-производитель программного обеспечения
(С учетом возможного изменения издержек и доходов)



Типичная традиционная компания
(С учетом возможного изменения издержек и доходов)



продаже следующей единицы, почти вся выручка от продажи становится прибылью. Такими показателями могут похвастаться только компании, работающие в сфере кинематографии или занимающиеся видео или звукозаписью, чья деятельность также сопряжена с использованием «интеллектуальной собственности». Впрочем, кинобизнес и производство видео и звукозаписей иногда сопряжены с огромными расходами на сбыт своей продукции. Неудивительно, что Билл Гейтс так богат!

Проблема: Что подлежит оценке в компании-производителе программного обеспечения?

Реальные активы компании, занимающейся производством программного обеспечения — такие, как база клиентов и пользователей, управленческие навыки, технологии, контакты, каналы и партнерские отношения — являются нематериальными активами и зачастую просто «списываются» со счетов. По этой причине следует обратить внимание на отчеты о прибыли и убытках, балансы и забалансовые счета. Данные, содержащиеся в этих документах, характеризуют экономическую модель компании, которая в свою очередь определяет модель оценки. Вы можете использовать модель оценки для того, чтобы впоследствии в процессе торга добиться таких условий сделки, при которых Ваша компания будет стоить миллионы.

Непосредственное влияние на результаты оценки оказывают факторы, повышающие (или снижающие) стоимость, а также модель ведения бизнеса, которой придерживается продавец. В основе любой модели оценки лежит предположение о том, что продавец в своей работе равняется на конкурентов в данной отрасли. Помните: хотя технологии имеют критическое значение, не менее важны имеющиеся у Вас каналы поставок, пользователи, команда разработчиков или руководящий персонал. В Таблице 28.2 даны основные элементы (составные части) бизнеса компании-производителя программного обеспечения, и перечень ключевых факторов, повышающих ее стоимость.

На что обращают внимание покупатели?

Факторы, повышающие стоимость компаний, занимающихся производством программного обеспечения

Концепция	Конкуренция	Патенты
Исследования	Процесс продаж	Документация
Управление	Положение компании	Ценообразование
Персонал	Ведение документации	Поддержка
Модель ведения бизнеса	Маркетинг	Судебные процессы
Планирование	База пользователей	Собственность
Технологии	Каналы	Задолженность
Организация научных исследований и разработок	Партнерские отношения	Политика ведения бухгалтерского учета

Таблица 28.2 Детальная модель бизнеса компании-производителя программного обеспечения.*

Прибыли и убытки	Руководители высшего звена:				
	<ul style="list-style-type: none">• Цели (устойчивость, энергия, готовность к риску, личностные характеристики и профессиональные способности)• Концепция	<ul style="list-style-type: none">• Ключевые факторы достижения успеха• Исходительность• Навыки в разрешении проблем	<ul style="list-style-type: none">• Уравновешенность• Умение работать в команде• Дисциплинированность	<ul style="list-style-type: none">• Культура• Общение• Распределение ресурсов	<ul style="list-style-type: none">• Стратегия• Лидерство• Умение слушать себе седника
	Человеческие ресурсы				
	<ul style="list-style-type: none">• Набор персонала• Профессионализм при ситуациях• Заработная плата и другие выплаты	<ul style="list-style-type: none">• Карьерный рост• Передача знаний• Продуктивность труда	<ul style="list-style-type: none">• Обеспечение на рабочем месте• Оценка эффективности работы• Профессионализм подгонка/повышение квалификации		
	Научные исследования и разработки:	Производство:	Финансы/бухгалтерский учет	Обслуживание клиентов:	Продажи:
	<ul style="list-style-type: none">• Процесс разработки программных продуктов• Линия, принимающие решения• Интерфейс M&S• Методы проектирования CASE**• Инструментарий 4GLs/GUI• Планирование/управление ресурсами• Властители технологий	<ul style="list-style-type: none">• Собственные разработки или разработки других компаний?• Соотношение издержек и прибыли• Документация <p>Гарантии качества</p> <ul style="list-style-type: none">• Политика «альфа/бета»• Насколько жестки меры обеспечения качества?• Насколько они эффективны?• Документация	<ul style="list-style-type: none">• Цели (бюджет)• Мера контроля• Очетная политика• Управление денежными потоками <p>Маркетинг</p> <ul style="list-style-type: none">• Маркетинговые исследования• Продвижение продукции на рынок и ценообразование• Поддержка продаж• Конкуренция• Номенклатура продукции и позиционирование	<ul style="list-style-type: none">• Иерархия• Стратегические инструменты или вынужденная необходимость?• Информационный поиск• Центр изучения прибыльности центр затрат• Управление в сфере отношений — кто предпочитает клиенты?	<ul style="list-style-type: none">• Цели продаж и каналы продаж• Правки торговли (стратегия и тактика)• Конкуренция и цели• Охват территории• Каналы
Баланс	Оборотный капитал:	Активы:	Задолженности:	Собственный акционерный капитал:	
	<ul style="list-style-type: none">• Избыток или дефицит• Резерв	<ul style="list-style-type: none">• Политика капитализации• Использование	<ul style="list-style-type: none">• Величина сроков погашения?• Структура	<ul style="list-style-type: none">• Структура• Стратегическое планирование в отношении цели и сроков• Обыкновенные/приоритетированные 1s & Cs	
Вне баланса	Забалансовые показатели: источники стоимости				
	<ul style="list-style-type: none">• Чистые операционные убытки• Контракты• Патенты	<ul style="list-style-type: none">• Совет директоров• Консультативный совет• Консультации спонсоров	<ul style="list-style-type: none">• Клиентская база• Консультанты бухгалтерия и юристы• Дистрибуция	<ul style="list-style-type: none">• Лицензии• Партнерские отношения• Кривые роста производительности	

* Из книги «Искусство планирования. Разработка структуры компании-производителя программного обеспечения как путь к успеху» («Power Planning: Structuring Your Software Company for Success»), изданной Capgem Group Press

**CASE (Computer Aided Software/System Engineering) — общее название группы технологий, методов и средств проектирования программных обеспечений, поддерживаемых соответствующими средствами автоматизации этапов анализа, проектирования, разработки и сопровождения систем — При переводе

Оценка компаний-производителя программного обеспечения: возможные варианты

Что касается оценки компаний, то в большинстве отраслей сформировались вполне определенные модели оценки и ограниченный диапазон стоимости компаний и предприятий — так сказать, своя «Синяя книга», что придает процессу оценки строгую последовательность и логичность. Но, как было отмечено ранее, в производстве и торговле программными продуктами ситуация складывается по-другому. Вряд ли найдется много других компаний, которые могут иметь отрицательную чистую стоимость, не иметь прибыли и при этом продаваться за миллионы. Правильное определение стоимости таких компаний может оказаться очень трудным делом. Перед тем, как дать обзор методов оценки этих компаний, позвольте сформулировать некоторые исходные посылки.

Три ключевых посылки

Прежде чем приступить к обсуждению возможных способов оценки компаний, занимающихся производством программного обеспечения, необходимо отметить три фактора:

1. Результаты оценки, полученные с помощью каждого из методов, могут существенно отличаться друг от друга. Поэтому при оценке компаний, занимающихся производством программного обеспечения, в целом следует отдать предпочтение сочетанию нескольких методов.
2. Вопрос о методе или методах, которые лучше всего применять при оценке конкретной компании, решается в основном в зависимости от того, является ли данная компания покупателем или продавцом. Покупатели стремятся установить минимальную стоимость, а продавцы — максимальную.
3. Эти методы основаны на предположении о том, что и покупатель, и продавец имеют желание заключить сделку. Кроме того, в случаях, когда предметом купли-продажи являются компании, в которых имеются действующие планы ESOP, договора купли-продажи на акции между совладельцами, или в случаях, когда оценка проводится в рамках бракоразводного процесса, более подходящими могут оказаться другие методы.

Методы оценки

Учитывая эти три положения, давайте более внимательно рассмотрим некоторые наиболее часто используемые методы оценки компаний, занимающихся производством программного обеспечения.

МЕТОД 1: МУЛЬТИПЛИКАТОР ОБЪЕМА ПРОДАЖ

При оценке компаний-производителей программного обеспечения этот метод используется наиболее часто. Его название указывает на методику, заложенную в его основе, которая заключается в умножении объема продаж оцениваемой компании на соответствующий мультипликатор. В зависимости от реальной ситуации значение мультипликатора может лежать в интервале от 0,5 до 6.

При оценке частных компаний-производителей программного обеспечения применяют эмпирическое правило, согласно которому стоимость компании рассчитывается как выручка от продажи программного обеспечения за последние 12 месяцев, умноженная примерно на 1,5. Однако в последнее время среднее значение мультипликаторов, использованных при расчете цен сделок купли-продажи таких компаний, было несколько выше, и зачастую в этих сделках применяли мультипликатор, равный 2,2.

При определении выручки от продажи программного обеспечения, используемой в формуле расчета стоимости по Методу мультипликатора объ-

ема продаж, следует учитывать следующие источники получения доходов:

- Продажа новых программных продуктов.
- Регулярные поступления платежей за лицензии.
- Комиссия за сопровождение программного обеспечения.
- Гонорары за консультации, предоставленные компанией (предполагается, что сумма этих гонораров не должна превышать трети всей выручки).
- Добавочные модули и услуги.
- Первичная поддержка и обучение пользователей.
- Поставка вспомогательных материалов и принадлежностей.
- Продажа программных продуктов, разработанных другими компаниями (в этом случае учитывается только маржа чистой прибыли).

В случае продажи аппаратного обеспечения маржа прибыли является единственным показателем, используемым для оценки дохода от продажи продукции. А при оценке компаний, продающих преимущественно услуги, значение мультипликатора (например, 2,2) следует уменьшить по крайней мере на треть.

МЕТОД 2: КОЭФФИЦИЕНТ Р/Е

Следующим по частоте применения после Метода мультипликатора объема продаж является Метод коэффициента «цена/доходы» (Р/Е). Для того, чтобы определить коэффициент Р/Е для оцениваемой компании, надо разделить цену одной акции компании на величину прибыли компании в расчете на одну акцию.

Поскольку частные компании обладают более ограниченным доступом к кредитам и ресурсам по сравнению с акционерными компаниями открытого типа, а также считаются относительно менее надежными, их стоимость ниже стоимости сопоставимых по размеру публичных компаний. В этой связи в случае применения Метода коэффициента Р/Е при оценке частной компании необходимо включить в расчет скидку на «ликвидность» в размере 25 процентов или более. Стоимость частных компаний обычно составляет сумму, которая в 10-20 раз превышает объем их доходов за последние 12 месяцев. Если продаваемая компания переживает период быстрого роста, то лучше всего использовать показатель годовых доходов на основе прогноза его объема на период как минимум до конца следующего финансового года. Этот показатель следует использовать даже при применении более низкого мультипликатора.

При оценке частной компании одним из вариантов является использование значения Р/Е, основанного на среднем значении Р/Е для сопоставимых компаний открытого типа, относящихся к данной отрасли. Однако при этом необходимо учитывать скидку на ликвидность. В этой связи среднее значение Р/Е для акционерных компаний открытого типа следует уменьшить по

меньшей мере на 25%.

МЕТОД 3: СВОБОДНЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Этот метод особенно полезен при продаже высокорентабельных компаний открытого типа. Этот же метод обычно используют при выкупе компании в кредит. Данная модель основана на следующем уравнении:

Свободный денежный поток = сумме свободных наличных средств, которой располагает компания для погашения долга, умноженной на заданный мультипликатор.

В этом уравнении свободные наличные средства определяют как доходы компании до вычета процентов и налогов и начисления износа и амортизации (EBITDA).

Мультипликатор, используемый банками в случаях предоставления кредитов для выкупа контрольных пакетов акций, обычно находится в интервале от 3 до 8. Для компаний, занимающихся производством программного обеспечения, среднее значение мультипликатора в таких случаях чаще всего составляет 5 или 6. В то же время, банки почти никогда не предоставляют кредиты для выкупа контрольных пакетов акций компаний-производителей программного обеспечения, поэтому этим методом обычно не пользуются, применяя Метод определения коэффициента Р/Е, который в таких случаях считается более подходящим.

МЕТОД 4: СТОИМОСТЬ ЗАМЕЩЕНИЯ

Этот метод учитывает полную стоимость замещения компании. В его основу положено следующее общее уравнение:

Стоимость замещения = X человеко-лет (например, 30), умноженные на величину годовых издержек, равную Y (например, 175 тыс. долл.).

Величина годовых издержек должна включать совокупную величину накладных расходов, а не только размер заработной платы.

Этот метод зачастую является наилучшим для оценки компаний-производителей программного обеспечения, которые существуют совсем недолго и поэтому пока не имеют продаж. Он также дает хорошие результаты при оценке компаний с большим стажем работы, в которых по каким-либо причинам текущие показатели выручки и прибыли в недостаточной мере отражают затраты времени и средств на производство программных продуктов.

В прошлом компании-производители программного обеспечения при расчете стоимости замещения часто учитывали только расходы на научные исследования и разработки. Однако сегодня эти расходы нередко составля-

ют лишь малую долю их общей стоимости. Поэтому при применении Метода оценки по стоимости замещения, помимо чистых издержек на научные исследования и разработки, необходимо учитывать еще и другие показатели, в том числе:

- Стоимость работ, выполненных в процессе создания более ранних версий программных продуктов.
- Стоимость замещения базы клиентов и дилеров.
- Стоимость работ партнеров по разработке технологии, выполненных в процессе оказания помощи компании.
- Расходы, сопряженные с потерей времени (возможностей) на рынке.

МЕТОД 5: ДАННЫЕ О ПРОДАЖЕ СОПОСТАВИМЫХ КОМПАНИЙ

Учитывая текущие высокие цены на рынке купли-продажи компаний этого типа, с точки зрения продавца Метод оценки основанный на базе данных о продаже сопоставимых компаний имеет свои преимущества. Как подсказывает название метода, он основан на определении цен, по которым были проданы похожие компании. Обычно удается установить лишь значения мультипликаторов объема продаж. Например, мы знаем, что 100% акций компании, объем выручки которой составлял 5 млн. долл., были проданы за 10 млн. долл. Таким образом, компания была продана по цене вдвое выше объема ее выручки. Что касается объема прибыли или денежного потока, то точные данные об этих показателях редко бывают доступны.

Предостережение: при оценке частных фирм не следует пользоваться Методом данных о продаже сопоставимых компаний с использованием публичных компаний в качестве базы для сравнения. Использование данного метода в таких случаях может привести к весьма значительному завышению стоимости. Если Вы все же применяете этот метод, то необходимо сделать скидку на ликвидность.

Поскольку частные компании неохотно предоставляют статистические данные о своей деятельности, возможно, Вам потребуется проделать немалый объем исследовательской работы. Один из способов облегчить эту работу — найти информацию о приобретении частных фирм компаниями открытого типа. Обычно такая информация содержится в отчетах по формам 10-Q или 10-K.

МЕТОД 6: ДИСКОНТИРОВАННЫЙ ДЕНЕЖНЫЙ ПОТОК

Из всех методов, применяемых при оценке компаний, этот метод пользуется наибольшим признанием. При его использовании стоимость прогнозируемой будущей прибыли оцениваемой компании приводится к ее текущей стоимости. Этот метод отлично действует при оценке компаний, которые переживают периоды стремительного роста и высоких прибылей.

Однако недостаток применения этого метода состоит в том, что на прак-

тике прогнозы показателей на будущее зачастую бывают неточными (в конце концов, прогнозы — это всего лишь перспективные оценки). Для нейтрализации отклонений необходимо использовать более высокие ставки дисконтирования по сравнению с обычными. Таким образом, если в обычном случае коэффициент дисконтирования равнялся бы 10% — 15%, необходимо применить коэффициент, равный 20% — 30%. Кроме того, следует отметить, что прогнозы не следует составлять на период свыше 5 лет. Чаще всего они составляются на трехлетний срок.

В качестве примера применения Метода дисконтированного денежного потока рассмотрим компанию XYZ. Хотя здесь она фигурирует под условным названием, такая компания действительно существует — она была продана в прошлом году. При оценке этой компании с применением Метода дисконтированного денежного потока при расчетах были использованы следующие показатели.

- Ставка корпоративного налога — 35%
- Ставка дисконтирования — 30%
- Мультипликатор объема выручки (использованный для определения стоимости компании до конца последнего года, на который составлен прогноз) — 1,5
- Прогноз составлен на 3 года (до конца 2001 г.)

В Таблице 28.3 показано, как была определена стоимость компании XYZ с использованием Метода дисконтированного денежного потока.

ДРУГИЕ МЕТОДЫ

Для определения стоимости компаний-производителей программного обеспечения чаще всего применяют шесть методов оценки, описанные выше. Однако существует еще два метода, заслуживающих внимания — главным образом потому, что они могут оказаться полезными в некоторых конкретных ситуациях.

Таблица 28.3 Оценка компании XYZ Software, Inc. с использованием Метода дисконтированного денежного потока

XYZ Software, Inc.	Прогноз на 1999 год	Прогноз на 2000 год	Прогноз на 2001 год
Прогнозируемый объем выручки	\$4 000 000	\$7 000 000	\$11 000 000
Денежный поток после вычета налогов	\$775 000	\$1 250 000	\$2 100 000
Текущая стоимость денежного потока после вычета налогов	\$596 154	\$739 645	\$955 849
Текущая стоимость остатка			\$7 510 241
Совокупная текущая стоимость			\$9 801 990

Прогноз составлен на основе будущих показателей компании, которые она будет иметь в качестве самостоятельной хозяйственной единицы

Внутренние операции. Данный метод можно использовать для определения базового минимума стоимости компании. Он основан на цене акций на базе последних внутренних операций с ними, таких как:

- Продажа акций инвестору
- Выкуп акций компанией
- Исполнение фондовых опционов

Использование цены внутренней операции может и не быть основано на каком-либо убедительном методе оценки, но она может оказаться весьма полезной в процессе ведения переговоров. В самом деле, почему владелец должен продавать компанию по цене более низкой, чем та, по которой он только что продавал ее акции?

Ликвидационная/остаточная стоимость. Поскольку компании-производители программного обеспечения имеют незначительный объем материальных и других активов, обладающих высокой ликвидностью, при их оценке данный метод используется редко. Однако этот метод может быть полезен в следующих ситуациях:

- Если оцениваемая компания имеет высококачественные программные продукты, алгоритмы, которые могут быть запатентованы, известную торговую марку или обширную базу клиентов или дилеров, и все эти элементы могут быть проданы по отдельности.
- Если компания обладает правом неоднократной перепродажи имеющихся у нее базовых прав пользователям, дилерам, производителям комплектного оборудования и т.д.

В обоих случаях стоимость остальной, «капитальной» базы компании, не включающей указанные активы, будет невелика. И все же применение в данных случаях Метода ликвидационной стоимости — возможно, наилучший способ оценки, дающий наибольший показатель совокупной стоимости оцениваемой компании.

Обобщение результатов оценки с применением разных методов

Таблица 28.4 показывает различия в показателях стоимости компании XYZ, полученных в результате применения различных методов оценки. Как уже было сказано, стоимость компаний-производителей программного обеспечения чаще всего определяется с использованием не одного метода, а на основе сочетания ряда методов.

При использовании методов оценки с применением мультипликаторов стоимость компании определяется на основе средневзвешенных величин. Таблица 28.5 иллюстрирует случай, в котором все методы имеют равный

Таблица 28.4 Различия в показателях стоимости компании XYZ, полученных в результате применения различных методов оценки.*

Метод	Мультипликатор		Среднее значение
Мультипликатор объема продаж	Медiana - 2,2x	Продажи = \$ 2 200 000	\$ 4,84 млн.
Денежный поток до вычета процентов и налогов и начисления износа и амортизации (EBITDA)	6x	EBITDA = \$ 700 000	\$ 4,20 млн.
Коэффициент P/E	Медiana - 15x	Чистый доход = 445 000	\$ 6,83 млн.
Стоимость замещения	30 человеко-лет	@ 150 000	\$ 4,50 млн.
Дисконтированный денежный поток	Смотри табл. 28.3		\$ 9,80 млн.

* с использованием средневзвешенных величин

удельный вес. Однако различные обстоятельства могут потребовать, чтобы одному методу был придан больший удельный вес по сравнению с другими. На самом деле при более тщательном изучении этой таблицы становится очевидным, что стоимость, полученная Методом дисконтированного денежного потока, значительно отличается от величин, полученных с помощью других методов оценки. Поскольку этот метод основан на прогнозах, данные которых нельзя считать достоверными, возможно, Вам стоит придать меньший удельный вес рассчитанному на его основе показателю стоимости.

ВЫБОР МЕТОДА

Хотя для верности желательно использовать несколько методов оценки, не все они применимы к любой компании. Например, при оценке недавно созданной компании нельзя применять Метод мультипликатора объема продаж или Метод оценки на базе коэффициента P/E, в то время как Методы оценки на базе стоимости замещения, дисконтированного денежного потока или результатов продаж сходных компаний в этом случае вполне подходят. Сходным образом, давно существующую компанию, имеющую хорошие показатели объема продаж за несколько периодов и высокую прибыль, лучше всего оценивать с использованием Метода оценки на базе коэффициента P/E и Метода мультипликатора объема продаж.

Кроме того, несмотря на объективный характер рассмотренных здесь методов, результаты оценки вполне могут оказаться субъективными, ибо не конечный результат оценки могут самым существенным образом повлиять

Таблица 28.5 Средневзвешенный показатель стоимости компании XYZ Software, Inc.

Методология	Значение	Удельный вес (%)	Значение
Мультипликатор объема продаж	\$ 4,84 млн.	20%	\$ 0,97 млн.
Денежный поток до вычета процентов и налогов и начисления износа и амортизации (EBITDA)	\$ 4,20 млн.	20%	\$ 0,84 млн.
Коэффициент P/E	\$ 6,83 млн.	20%	\$ 1,37 млн.
Стоимость замещения	\$ 4,50 млн.	20%	\$ 0,90 млн.
Дисконтированный денежный поток	\$ 9,80 млн.	20%	\$ 1,96 млн.
Итого (средневзвешенный показатель стоимости)		100%	\$ 6,04 млн.

соображения, связанные с использованием нематериальных активов компании или с отношениями со стратегическими партнерами.

Поэтому, если Вам предстоит оценивать компанию, занимающуюся производством программного обеспечения — будь то Вашу собственную или принадлежащую другому лицу, будьте готовы к трудностям. Выбор и применение методов оценки — лишь один элемент головоломки, которой может оказаться оценка таких компаний, и даже после того, как будет сделано все необходимое и будут высказаны все соображения, существенное влияние на результаты оценки могут оказать субъективные факторы.

Отраслевые мультипликаторы и сопоставимые данные. Для того, чтобы найти подходящие мультипликаторы или сопоставимые данные, которые можно применить к оцениваемой компании, обратитесь к информации о недавно совершенных сделках. Чем более подробна и конкретна будет та информация, которую удастся Вам найти, тем результативнее будет Ваша оценка. Источниками такой информации служат периодические финансовые издания — такие, как *The Wall Street Journal*, *Business Week*, *Forbes* и *INC*. Кроме того, следует просмотреть отраслевые периодические издания, в которых обсуждаются вопросы купли-продажи компаний, занимающихся производством программного обеспечения, — такие, как *Software Success*, *Red Herring*, *Software Developer*, *Publisher*, *Mini-micro*, *Micro Software Marketing*, *Softletter*, *Software Industry Report*, *International Business Brokers Association News*, *IT International* и *Upside magazine*.

В Таблице 28.6 приводятся примеры сделок купли-продажи компаний-производителей программного обеспечения, совершенных в 1990-х годах, и значения соответствующих мультипликаторов.

Структурирование сделки важнее, чем цена

Независимо от того, проводите ли Вы оценку компании с целью ее продажи товариществу, в котором Вы собираетесь участвовать в качестве партнера, или же с целью выхода из бизнеса, у Вас есть много вариантов структурирования сделки: слияние, объединение интересов², продажа активов, лицензионных соглашений и т.д. У каждого варианта есть свои доводы «за» и «против», и выбор наилучшего для конкретной компании варианта зависит от ситуации на рынке, а также от объема выручки компании, степени ее зрелости и рентабельности. Кроме того, ключевым моментом являются факторы налогообложения.

Разумеется, структура сделки зависит также от положения компании, приобретающей Вашу фирму. Каковы ее возможности? Каковы ее планы в

² Форма слияния компаний, при которой все активы и пассивы последовательно суммируются; при этом компания, сохраняющая юридический статус, должна выпустить новые акции в объеме капитала компании, прекратившей существование, т. е. происходит обмен акциями без каких-либо платежей наличными, такой метод не предполагает налогообложения, т. к. в этом случае отсутствует факт приобретения одной компанией акций другой. — *Прим. переводчиков*

отношении предлагаемых Вами программных продуктов? Представляет ли она собой крупную компанию, обладающую большим объемом наличных средств, или же это сравнительно мелкая компания, испытывающая недостаток в наличности? Является ли компания-покупатель акционерной компанией открытого типа, или же это частная компания? Все эти обстоятельства оказывают воздействие на формирование предложения продавца.

При продаже компаний-производителей программного обеспечения одним из несомненных преимуществ является наличие многочисленных вариантов структурирования сделки, что позволяет проявлять гибкость при определении предмета продажи, выборе способов оплаты и решении других вопросов. Конечно, при этом Вам необходимо проявить и определенную твердость. Однако, если Ваш подход будет достаточно гибким, Вы скорее сможете рассчитывать на благополучный исход переговоров с покупателем. Наш опыт показывает, что покупатель в конечном итоге соглашается на более высокую цену продажи, если ему предоставляется возможность совместной проработки структуры сделки с продавцом.

Ключевым аспектом структуры сделки является форма оплаты. Существует пять форм оплаты. Они перечислены ниже и изображены в графическом виде на Диагр. 28.2.

Наличные средства/Государственные ценные бумаги/Ликвидные активы

- Большинство компаний неохотно соглашаются на оплату исключительно наличными средствами, поскольку они нуждаются в денежных средствах для финансирования собственного развития.
- Оплату наличными средствами или государственными ценными бумагами чаще всего (но далеко не всегда) производят крупные компании или компании открытого типа.

Долговые обязательства или гарантии

- Векселя или конвертируемые ценные бумаги, оформленные на имя продавца.
- Иногда при выкупе контрольного пакета акций в кредит компания прибегает к фундированному займу³.
- Гарантия в форме минимальных платежей (роялти).

Ценные бумаги компаний или опционы

- Оплату в такой форме обычно производят более мелкие фирмы (пока не получившие статуса публичной компании).
- С целью снижения налогов или освобождения от них может быть

³ Выпуск различных видов облигаций компании со сроком больше года, а иногда также долгосрочные займы у банков, исключая краткосрочные кредиты и акции. — *Прим. переводчиков*

Таблица 28.6 Примеры сопоставимых сделок, совершенных в отрасли в 1991—1998 гг.

Продавец	Покупатель	Цена, млн.\$	Объем выруч., млн.\$	Расчетный период	Мультипли- катор объе- ма выручки
Access Beyond Inc. (NASDAQ* ACCB)	Hayes Microcomputer	55,97	15		3,7
Accutek	HEC Electronic Corporation	4	183	Финансовый год (заключившийся 31 декабря 1994 г.)	2,2
Alsys Corp	Macropedia	51,6	8,8	Прогноз составлен на основе данных за 9 месяцев, заканчивающихся 31 декабря 1997 г.	5,9
Amulahl Corp (AMEX** AMM)	Funco Ltd	1,71	1172,4	12 последних месяцев, заканчивающихся 28 марта 1997 г.	0,852
Anderson Film Industries Corp	Four Media Corporation	10	15,4	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 декабря 1996 г.	0,6
Apex Group	ADC Telecommunications	26	27	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 декабря 1996 г.	1
Archetype	Bitstream Software	4,275	3 041	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 декабря 1996 г.	1,1
Atma Software	Pure Atma	555,95	40,143	Год, заканчивающийся 31 декабря 1995 г.	13,8
Aurum	Baan	250	32	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 июля 1997 г.	7,8
BBN	GTE	616	322,9	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 марта 1997 г.	1,9
BHC Financial	Gicov Inc	208,53	81,181	Год, заканчивающийся 31 декабря 1996 г.	2,6
Border Network Technologies, Inc	Secure Computing Corp	90	3,317	31 декабря 1995 г.	27,1
Cascade Communication Corp	Ascend	3	340,98		8,8
CDG Technologies	Sento Technical Innovations	0,24	2,1		0,1
Cheyenne	Computer Associates International, Inc	1160,87	165,96	Год, заканчивающийся 31 марта 1996 г.	7
Chilton Business Group	Reed Elsevier	447	203		2,2
Chips & Technology Inc. (NAS- DAQ CHIPS)	Intel Corp	402,5	168,3	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 марта 1997 г.	2,4
Channel Communication Corp	Частное лицо	7,5	3,9		1,9
Collabra Software Inc.	Netscape Communications Corp	148	5		20,6
Control Data Systems Inc (NASDAQ CDAT)	CDSI Holding Corp	255,15	288,4	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 марта 1997 г.	0,88
County Data Corp	American Business Info	10,6	4,5		2,4
CTI* Systems Ltd	DSP Communications	13,6	1,9	Финансовый год (заканчивающийся 31 декабря 1995 г.)	7
Cyrix Corp (NASDAQ CYRX)	National Semiconductor	540,684	220,87	12 последних месяцев, заканчивающихся 30 июня 1997 г.	2,4
Data Compass Systems	Lihika	0,36	0,45	12 последних месяцев, заканчивающихся 30 апреля 1996 г.	0,8
Database America	American Business Info	96,6	32,51	Год, заканчивающийся 31 января 1997 г.	1,8
Datalogix International (NAS- DAQ DGLX)	Oracle	94	49,1	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 декабря 1996 г.	1,9
DIGEX, Inc (NASDAQ DIGX)	Intermedia Communications, Inc	155,36	22,1	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 марта 1997 г.	7
Digital Directory Assistance	American Business Info	17	8,42	Год, заканчивающийся 31 января 1996 г.	2
Enigma Logic, Inc	Secure Computing Corp	32,96	3,901	31 декабря 1995 г.	8,4
Excite (NASDAQ XCIT)	Initial	3,91	4,89	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 марта 1997 г.	8
Existential Systems, Inc	FDP Corp	0,394	3,101	Год, заканчивающийся 30 декабря 1995 г.	0,1
Expert Software	MSVI, Inc	1,29	13		0,1
Fractal Design Corp (NAS- DAQ FRAC)	MetaTools (после слияния компания приобрела название MetaCreation)	108,66	34,9	12 последних месяцев, заканчивающихся 31 марта 1997 г.	3,1
Frame Technology	Atube	556,04	77,85	Год, заканчивающийся 31 января 1994 г.	7,1
Galt	Initial	9	0,43	Год, заканчивающийся 31 января 1995 г.	209
Goodnet LLC	TeleSoft	1,225	0,4123	Финансовый год (заканчивающийся 31 декабря 1996 г.)	3
IndeNet's Mediatech/Starcom (NASDAQ INDC)	Digital Generation Systems, Inc	25,8	23,4	Год, заканчивающийся 31 января 1996 г.	1,1

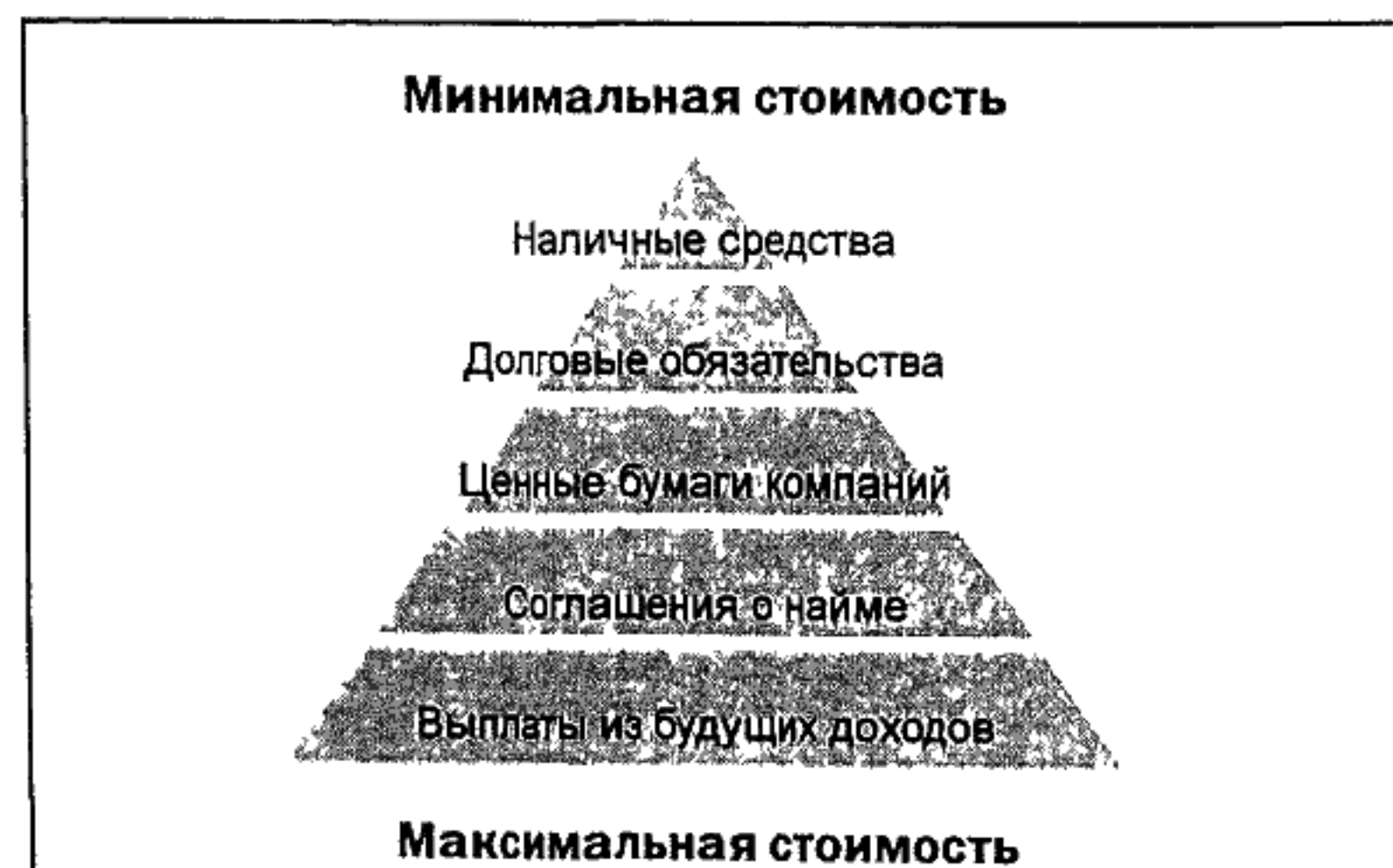
* Автоматизированные котировки "Национальной ассоциации дилеров по ценным бумагам" (НАСДАК) - система компьютеризированной электронной котировки акций в США - Прим. переводчиков

** Американская фондовая биржа (AMEКС) - Прим. переводчиков

Таблица 28.6 (Продолжение)

Продавец	Покупатель	Цена, млн \$	Объем выруч., млн \$	Расчетный период	Мультипликатор объема выручки
InSoft	Netscape Communication Corp	107.59	1.731	Под заказ начинающийся 31 января 1996 г.	22,7
Intelligent Solutions Inc	Affiliated Computer Services Inc		28		0
Intuit	Microsoft	2100	245		8,6
Lawrence Semiconductor	Advanced Technology Materials	78	20	Финансовый год 1996 г.	3,9
Maidenhead Automation Corp	Project Software and Development Inc	12.18	5.162	Под заказ начинающийся 30 сентября 1995 г.	2,4
Maxis Inc (NASDAQ: MIXIS)	Electronic Arts Inc	125	48.1	12 последних месяцев в заказе начинающийся 11 марта 1997 г.	2,6
Microsoft (NASDAQ: MSFT)	Compaq	280	175.9	12 последних месяцев в заказе начинающийся 11 декабря 1996 г.	1,6
Milkyway	Intuit	48.75	23.43	Конец года 31 июля 1995 г.	2,1
Minimar Images	Uniprix Entertainment	2	4.5	Финансовый год (заказ начинающийся 31 декабря 1996 г.)	0,4
National Business Solutions	Paychex	140	191.9		0,7
NetFRAME Systems	Maxim Electronics	14	67.9		0,2
NetSoft	NetManage	26	30	12 последних месяцев заканчивающийся 31 марта 1997 г.	0,9
Nihon Micom	Intuit	39	12	Финансовый год 1996	3,3
OxTel Communications Corp (NASDAQ: OXTEL)	Lucint Technologies Inc	1624.4	621	12 последних месяцев заканчивающийся 31 марта 1997 г.	2,6

Диаграмма 28.2 Пять форм оплаты



предпринято объединение интересов, которое не облагается налогами.

- Условия оплаты могут включать фондовые опционы на конкретный срок
- Опционы часто привязаны к соглашениям о найме.

Соглашения о найме/неучастии в конкуренции/ оказании консультационных услуг

- В тех случаях, когда большая часть стоимости проданной компании оплачивается в форме выплаты из будущих доходов, такие соглашения могут стать единственной формой платежа.
- Условия большинства сделок включают заключение соглашений о найме ключевых сотрудников проданной компании.
- Обычно такие соглашения заключаются на срок от одного года до пяти лет (нормой является двухлетний срок).
- Соглашения о неучастии в конкуренции обычно являются частью соглашения о найме (условный платеж). Могут быть использованы в качестве дополнительного средства

Выплаты из будущих доходов

- Могут производиться в форме роялти, комиссионных, выплат из лицензионных платежей производителей комплектного оборудования или в форме участия в прибылях
- Часто используются более мелкими компаниями; чаще всего имеют верхний предел; могут оговариваться «контрольные показатели», в зависимости от которых определяются ставки соответствующих выплат.
- Могут производиться по прогрессивной или снижающейся ставке.
- Используются в сочетании с другими формами оплаты. Могут включать авансовую оплату роялти и минимальные платежи.

В Таблицах 28.7 и 28.8 приведены данные по пяти репрезентативным сделкам. В первой таблице даются данные о сделках по продаже компаний, имеющих объем выручки за последний период свыше 5 млн. долл., во второй — данные по продаже компаний, имеющих объем выручки менее 5 млн. долл.

Заключение

В заключение этой главы — 9 советов, которые следует учесть в процессе оценки компании, занимающейся производством программного обеспечения.

1. Чем больше Вы выявите факторов, повышающих стоимость оцениваемой компании, тем выше будет показатель стоимости, получен-

ный в результате оценки компании.

2. Показатели, содержащиеся в балансе компании, обычно не играют большой роли в оценке компаний-производителей программного обеспечения. Вследствие специализированной структуры отрасли для определения реальной стоимости таких компаний необходимо применять инновационные методы оценки.
3. Не все из 9 методов оценки компаний, занимающихся производством программного обеспечения, применимы к оцениваемым компаниям. Следует выбирать те методы, которые наиболее подходят в конкретной ситуации.
4. При использовании мультипликаторов в процессе расчетов следует использовать значения мультипликаторов, выведенные на основе данных об аналогичных сделках — например, данных о сделках купли-продажи компаний, по размеру сопоставимых с оцениваемой компанией, или данных о продаже частных компаний.
5. Если объектом оценки является частная компания, но Вам удалось найти информацию только по продаже компаний открытого типа, то к мультипликаторам следует применять скидку на ликвидность в размере 25%.
6. Необходимо использовать только тщательно продуманные, обоснованные прогнозы на ближайшие три года.
7. При одновременном использовании сразу всех или даже нескольких методов оценки из 9 предложенных, Вы получите слишком широкий диапазон показателей стоимости. Вычисление средневзвешенного значения на основании результатов, полученных всеми использованными методами, даст среднюю, наиболее вероятную стоимость, на которую и следует ориентироваться оценщику.
8. Компания по производству программного обеспечения стоит столько, сколько за нее готов заплатить стратегический покупатель.
9. Реальная структура сделки имеет еще более важное значение для общего успеха, чем проведенная оценка.

Таблица 28.7 Анализ структуры сделок. Пять репрезентативных сделок (1997/1998 гг.): компании, имеющие объем выручки за последний период свыше 5 млн. долл.

	A	B	C	D	E
Объем выручки за последние 12 месяцев	\$6.7 миллионов	\$5 миллионов	\$8.4 миллионов	\$6.2 миллионов	\$19.2 миллионов
Стоимость (оценочная)	\$23.7 миллиона	\$9.5 миллионов	\$21 миллион	\$11.7 миллионов	\$23 миллиона
Наличные средства	\$23.7 миллиона	\$4 миллиона	\$14 миллионов	\$10.7 миллионов	
Государственные ценные бумаги					\$23 миллиона
Долговые обязательства		\$3 миллиона			
Ценные бумаги компаний				\$1 миллион	
Фондовые опционы		X		X	X
Соглашения о найме	X	X	X	X	X
Соглашения об оказании консультативных услуг					X
Соглашения о неучастии в конкуренции	X	X	X	X	X
Выплаты из будущих доходов		\$2.5 миллиона	\$7 миллионов		
Премии для сотрудников		\$300,000		X	
Условное депонирование и корректировка	\$2.7 миллиона	\$3 миллиона	\$1.25 миллион	\$500,000	\$3 миллиона

Таблица 28.8 Анализ структуры сделок. Пять репрезентативных сделок (1997/1998 гг.): компании, имеющие объем выручки за последний период менее 5 млн. долл.

	A	B	C	D	E
Объем выручки за последние 12 месяцев	\$1.6 миллион	\$4 миллиона	\$3.662 миллиона	\$3.9 миллиона	\$1 миллион
Стоимость (оценочная)	\$5 миллионов	\$8 миллионов	\$15 миллионов	\$7 миллионов	\$12 миллионов
Наличные средства	\$2.5 миллиона	\$4 миллиона	\$13 миллионов	\$6 миллионов	\$5 миллионов
Государственные ценные бумаги		\$4 миллиона			
Долговые обязательства					
Ценные бумаги компаний					\$6 миллионов
Фондовые опционы		X			\$1 миллион
Соглашения о найме	X	X	X	X	X
Соглашения об оказании консультативных услуг					
Соглашения о неучастии в конкуренции	X	X	X	X	X
Выплаты из будущих доходов	\$2.5 миллиона		\$2 миллиона		
Премии для сотрудников		X	X	\$1 миллион	X
Условное депонирование и корректировка			\$3 миллиона	\$750,000	

ГЛАВА ДВАДЦАТЬ ДЕВЯТАЯ

Оценка издательских компаний

ЧАРЛЬЗ К. ОППЕНГЕЙМЕР-МЛАДШИЙ
(CHARLES K. OPPENHEIMER, JR.)

Существует множество типов издательских компаний. Издательский бизнес включает издание газет, журналов, бюллетеней, книг, технической литературы и т.д. Все эти виды бизнеса можно оценивать десятками разных способов. Выбор метода или методов оценки в известной мере зависит от целей оценки — имущественное планирование, продажа компании, подготовка соглашений купли-продажи, разрешение разногласий между акционерами, исчисление налогов и т.д. Выбор метода зачастую также зависит от рентабельности оцениваемой компании. Чаще всего применяется Метод мультипликатора денежного потока. Однако, если оцениваемая компания не рентабельна, следует прибегнуть к методам, основанным на определении обоснованной рыночной стоимости активов или определении стоимости, исходя из определенной суммы на одного подписчика.

Метод мультипликатора денежного потока

Прежде всего, мы рассмотрим наиболее часто используемый, самый точный и в целом самый надежный с финансовой точки зрения Метод мультипликатора денежного потока, который часто называют EBITDA или скорректированным EBITDA (доходы до вычета процентов и налогов и начисления износа и амортизации). Корректировка часто производится для нормализации денежного потока, а именно для нормализации размера льгот, заработка и пособий, выплачиваемых владельцу, устранения разовых расходов, таких как расходы на оплату услуг юристов, нанятых для ведения судебных процессов, а также для определения расходов на установку важного элемента оборудования, для перерасчета статей, отнесенных на расходы, которые обычно подлежат капитализации, и т.д. В целом, цель этой операции состоит в приведении денежного потока к той величине, на которую может рассчитывать новый собственник оцениваемой издательской компании. После определения скорректированной величины денежного потока ее умножают на определенный коэффициент, который называют мультипликатором — мультипликатором денежного потока или EBITDA.

В настоящее время издательские компании и компании, занимающиеся выпуском отдельных изданий (газет, журналов и т.д.), продаются по ценам, которые превышают величину денежного потока этих компаний от 6 до 20 раз. Это не означает, что из этого правила нет исключений. В случае, если издательская компания на самом деле обладает исключительными характеристиками, или же она по той или иной причине имеет особую привлекательность для покупателя, речь может идти и о более высоком значении мультипликатора, или по крайней мере о значении, близком к самому высокому значению в указанной шкале. Каждый владелец считает свою компанию исключительной, однако покупатель может не разделять его точку зрения. Запомните: на самом деле исключительной можно считать компанию, которая выглядит исключительной в глазах покупателя. Это означает, что у такой компании должна быть исключительная база покупателей, подписчиков или рекламодателей; самое современное оборудование; исключительно компетентное руководство; хорошая, прочная ниша на рынке; впечатляющие показатели прибыли за прошлые периоды; широко известное имя; торговые марки, издательские права и т.д.

И наоборот, многие факторы или обстоятельства могут потребовать применения более низкого значения мультипликатора денежного потока — например, если владелец, без которого невозможно продолжение успешного функционирования компании, не планирует оставаться в бизнесе после его продажи и не может быть заменен сотрудниками из второго эшелона менеджмента. К числу таких факторов также относятся сокращение тиража издания или размещаемой в нем рекламы; упадок географического или отраслевого рынка, на котором работает издание; третья или четвертая позиция издания на рынке; устаревание издательской базы или износ оборудования, т.е. если это издание требует крупных инвестиций в оборудование или в приспособления. Такие инвестиции могут потребоваться, если издательство использует собственную полиграфическую базу (однако это не означает того, что надо идти на какие-то капитальные расходы прежде, чем будет рассматриваться вопрос о продаже). Каждая ситуация своеобразна и уникальна, поэтому при необходимости оценки издательского бизнеса следует обратиться за помощью к профессионалам.

Для того, чтобы проиллюстрировать процесс вычислений с помощью приводимой формулы, мы возьмем за основу данные по некоей гипотетической компании. Объем продаж у этой компании составляет 9 млн. долл., прибыль до вычета налогов — 10%; чистая стоимость (активы за вычетом обязательств) равна 650 тыс. долл., а сумма процентного долга — 1,1 млн. долл.

Применяя среднее значение мультипликатора в указанной шкале, составляющее 8, и умножив на него показатель EBITDA, получаем совокупную стоимость компании — 10 млн. 200 тыс. долл.

Операционная прибыль	900 тыс. долл.
Суммы, прибавляемые к величине прибыли	
Проценты	75 тыс. долл.
Износ	100 тыс. долл.
Нормализованный заработок владельца	<u>200 тыс. долл.</u>
Скорректированная величина денежного потока	1 275 тыс. долл.

Поскольку совокупная стоимость компании включает сумму процентного долга, ее необходимо уменьшить на сумму капитализированных процентных арендных обязательств. Эта сумма должна включать все кредиты, кредитные линии, капитализированную аренду и т.д.

Стоимость предприятия	10,2 млн. долл.
Минус сумма процентного долга	<u>1,1 млн. долл.</u>
Стоимость предприятия для владельца	9,1 млн. долл.

Мы не утверждаем, что нет других способов определения цены издательской компании — мы лишь хотим сказать, что представленный метод наиболее широко используется для определения цены издательской компании или отдельного издания.

Другие методы

Если издательская компания или издание не приносят прибыли и имеют небольшой или нулевой денежный поток, необходимо использовать другой метод оценки. Если у компании есть значительные активы — например, полиграфическое оборудование, то можно воспользоваться Методом обоснованной рыночной стоимости активов. Нередко в издательском бизнесе имеются нематериальные активы, обладающие стоимостью. Во многих случаях, при отсутствии материальных активов в значительном объеме, нематериальные активы приобретают еще большее значение. Нематериальные активы могут включать: права на издание, название издания, базу подписчиков или списки рассылки издания, архивы и др. Нередко издателю достаточно просто издать в одной книге или брошюре несколько уже опубликованных ранее статей, чтобы получить дополнительную прибыль.

Для стратегического покупателя, т. е. для человека, который уже занимается издательским бизнесом, материальные активы зачастую имеют гораздо меньшую ценность, чем для покупателя, который не вовлечен в издательский бизнес. Собственно говоря, стратегическим покупателям материальные активы могут быть на самом деле и не нужны.

В издательском бизнесе в последние годы наблюдается тенденция, в соответствии с которой компании, занимающиеся изданием журналов, приоб-

ретают права на их название, после чего организуют выпуск этих журналов в своем центральном издательстве, что позволяет воспользоваться преимуществами экономии, обусловленной масштабами производства. В таких случаях покупатели фактически не заинтересованы в приобретении материальных активов покупаемых компаний или изданий.

Что касается газетной продукции, то издатели еженедельных газет зачастую не имеют полиграфического оборудования, печатая их в типографиях, специализирующихся на периодических изданиях такого рода. Небольшие ежедневные газеты проявляют тенденцию к объединению своих усилий по размещению заказов на печатание на крупных полиграфических предприятиях, вместо закупки своего собственного печатного оборудования.

Стоимость отдельных изданий также определяется на базе их тиражей. Например, ежедневная газета может быть продана по цене, установленной из расчета от 100 до 200 долларов на одного подписчика. Стоимость газеты зависит от всех ее плюсов или минусов. Стоимость газеты, распространяемой в крупном столичном городе, не имеющей конкурентов или сталкивающейся с минимальной конкуренцией, будет ближе к верхнему пределу указанного диапазона или даже превысит его. Более того, несколько газет недавно было продано по еще значительно более высоким ценам. Их стоимость рассчитывалась с использованием Метода мультипликатора денежного потока, а не общей суммы из расчета на одного подписчика. Значения мультипликаторов EBITDA в этих сделках находились в пределах от 12 до 14. В настоящее время на рынке предлагается совсем мало компаний, занимающихся изданием газет, поэтому на них наблюдается очень высокий спрос. Вследствие этого есть основания ожидать еще большего повышения цен на газетные издательства.

Чтобы решить, относится ли издательская компания к категории, для которой действует низкие, средние или высокие значения мультипликатора денежного потока, следует воспользоваться системой начисления баллов, в соответствии с которой имеющиеся у компании положительные факторы повышают значение мультипликатора, а отрицательные его понижают.

Если оценка издательской компании проводится для целей, связанных с налогообложением, то важно заручиться помощью со стороны специалиста — например, сертифицированного бухгалтера высшей квалификации или сертифицированного специалиста-оценщика, которые владеют методами, отвечающими требованиям Кодекса внутренних доходов.

В заключение отмечу, что самыми распространенными методами оценки в данной сфере являются Метод мультипликатора денежного потока и Метод обоснованной рыночной стоимости активов.

Оценка компаний, занимающихся оказанием медицинских услуг на дому

ДЕКСТЕР У. БРАФФ (DEXTER W. BRAFF)

Оказание медицинских услуг на дому — один из самых быстрорастущих секторов здравоохранения. В силу многих причин этот рост, вероятно, сохранится и в будущем. В условиях, когда расходы на здравоохранение стали предметом самого пристального внимания, оказание медицинских услуг на дому является менее дорогостоящей альтернативой предоставлению медицинских услуг в больницах и других учреждениях, оказывающих экстренную медицинскую помощь. По мере старения людей, родившихся во времена «беби-бума», численность пожилых американцев будет увеличиваться, а вместе с тем будет расти и спрос на оказание медицинских услуг на дому. Технологический прогресс также способствует развитию этого вида деятельности. Разработаны доступные по цене, современные портативные медицинские приборы, которые дают возможность проводить на дому сложные с технической точки зрения процедуры — например, внутривенную терапию и искусственную вентиляцию легких, что позволяет выписывать пациентов из больницы гораздо раньше. Этому безусловно способствуют и успехи телемедицины. Поскольку оказание медицинских услуг на дому получило признание как практическая альтернатива лечению в больницах, эффективная с точки зрения расходов и обоснованная с медицинских позиций, врачи все чаще назначают своим пациентам лечение на дому. Примечательно, что и врачи, и пациенты все больше признают преимущества лечения в домашних условиях, где больные получают поддержку членов семьи и друзей, что дает положительный психологический и, как следствие, физиологический эффект.

Сегменты рынка медицинских услуг, оказываемых на дому

В целом медицинские услуги, оказываемые на дому, делятся на три группы. Первая группа — это услуги медсестер, осуществляющих уход за больными по месту их жительства. Этот вид услуг представляет собой самый большой сегмент рынка оказания медицинских услуг на дому. К этой категории отно-

сятся услуги профессиональных медсестер, неквалифицированных сиделок и другого среднего медицинского персонала, а также услуги по проведению физио- и трудотерапевтических процедур, занятия с логопедом и социальные услуги для больных на дому. Услуги сиделок, работающих на дому у больных, предоставляются тремя видами организаций: (1) сертифицированными агентствами, имеющими лицензии на оказание медицинских услуг в рамках программы Medicare¹; эти агентства, как правило, оказывают на периодической основе услуги по интенсивной терапии пациентам, которые пользуются системой Medicare, проводя лечение в соответствии с курсом, предписанным врачом; (2) несертифицированными частными агентствами, которые оказывают на более долгосрочной основе медицинские услуги пациентам, являющимся участниками программы Medicaid², программ частного медицинского страхования, и пациентам, которые самостоятельно оплачивают предоставляемые им услуги; и (3) организациями, осуществляющими уход на дому за неизлечимо больными; эти организации оказывают хосписные услуги — уникальный комплекс медицинских, психологических и социальных услуг неизлечимо больным пациентам на терминальной стадии. Ко второй группе относятся услуги фирм, занимающихся сдачей в аренду или продажей медицинского оборудования длительного пользования (инвалидных колясок, больничных кроватей, приспособлений для ходьбы), или поставкой аппаратуры и препаратов, необходимых для дыхательной терапии (преимущественно кислорода). Эти фирмы образуют сегмент домашнего медицинского оборудования. Последняя группа услуг — инфузионная терапия, при которой пациенты в домашних условиях получают курсы внутривенных вливаний — например, курсы химиотерапии, антибиотиков, полного парентерального питания и обезболивания. Согласно оценкам, в США действуют почти 30 тыс. организаций и учреждений, предоставляющих медицинские услуги на дому или торгующих медицинской аппаратурой для домашнего использования. Совокупный объем валового дохода (выручки) этих учреждений составляет свыше 40 млрд. долл. в год.

Факторы, стимулирующие процесс консолидации

Как и здравоохранение в целом, отрасль медицинских услуг на дому сталкивается с проблемами, связанными с реформами системы здравоохранения. При этом, в условиях ограничения финансовых ресурсов, выделяемых феде-

¹ Система государственного медицинского страхования в США, в основном направленная на обеспечение услугами здравоохранения лиц пожилого возраста. Страхованию подлежат все американцы старше 65 лет, а также те, кто приближается к этому возрасту и имеет серьезные нарушения здоровья. — Прим. переводчиков.

² Система государственного медицинского страхования в США, предусматривающая страхование нуждающихся американцев, преимущественно женщин и детей из бедных семей. Кроме того, в рамках этой программы оплачивается пребывание в домах престарелых. Программа Medicaid совместно финансируется федеральным правительством и органами управления штатов. — Прим. переводчиков.

ральными программами медицинского страхования в рамках системы Medicare и программами штатов в рамках системы Medicaid, спрос на медицинские услуги на дому постоянно растет. Попытки совладать со стремительно растущими расходами на здравоохранение привели к ускоренному развитию организаций НМО и других программ управляемого медицинского обслуживания, а также к изменению принципов функционирования системы оказания медицинской помощи. Возможно, самым главным фактором, стимулирующим консолидацию в сфере оказания медицинских услуг на дому, стал новый подход, при котором цена превратилась в единственный элемент, учитываемый при принятии решений, касающихся сферы медицинских услуг.

Некоторое время назад — до того, как компании, занимающиеся медицинским страхованием, столкнулись с заоблачным и неконтролируемым ростом расходов на здравоохранение, а на программу Medicaid стали смотреть как на одну из главных виновниц дефицита государственного бюджета США — врач при принятии решения о направлении пациента на лечение или обследование в первую очередь руководствовался качеством обслуживания, а цена играла второстепенную роль. При том, что цены на медицинские услуги, по сути, были «фиксированными», пациенты предпочитали обращаться в учреждения, предлагающие медицинское обслуживание более высокого качества. В области медицинских услуг на дому стандарты качества устанавливали мелкие независимые компании, зачастую семейные фирмы, работа которых была основана на личной ответственности владельцев. Но с тех пор, как на первый план в системе медицинского обслуживания выдвинулась цена (и все это маскируется невинным названием «управляемого здравоохранения»), издержки стали основным фактором, определяющим принятие решений в области оказания медицинской помощи. Зачастую лишь крупные фирмы могут позволить себе снижать цены без угрозы для перспектив выживания на рынке. Произошедший сдвиг в сфере здравоохранения, создавший ситуацию, когда врачам приходится руководствоваться не вопросами качества, а соображениями, касающиеся издержек, фундаментальным образом сместил баланс преимуществ в пользу более крупных учреждений и организаций. Это, в свою очередь, привело к необходимости наращивания масштабов деятельности и критической массы организаций, работающих в данной отрасли, с целью снижения издержек, повышения эффективности работы и увеличения объема предоставляемых услуг. Поскольку провайдеры медицинских услуг, которые первыми достигают критической массы на рынке, зачастую обретают существенные преимущества в конкурентной борьбе, фирмы, работающие в данной отрасли, стремятся к своему расширению не путем создания новых фирм — сложного процесса, отнимающего много времени, а путем слияний и поглощений, которые приносят более быстрые плоды, более эффективны и нередко сопряжены с меньшим риском.

Вертикальная интеграция в сопоставлении с горизонтальной интеграцией

В настоящее время в сфере приобретения и интеграции компаний, работающих в области здравоохранения, наблюдаются две преобладающие стратегии — вертикальная интеграция и горизонтальная интеграция. Стремясь увеличить доходы или ограничить издержки, многие провайдеры медицинских услуг придерживаются стратегии вертикальной интеграции, скупая фирмы, оказывающие медицинские услуги на всех уровнях — от ухода на дому до лечения в больничных условиях, от услуг педиатров до центров квалифицированного ухода за тяжело больными (система, известная в США под названием «от колыбели до могилы»). Если компания, работающая в сфере медицинских услуг, стремится к максимизации доходов, то обеспечение полной интеграции услуг позволяет добиться этой цели за счет удержания пациентов в рамках одной системы, что сводит к минимуму их «утечку», т.е. переход на обслуживание в другие медицинские компании или учреждения. А в ситуации, когда провайдеры стремятся минимизировать издержки, как это может происходить при работе на условиях возмещения расходов на медицинское обслуживание из расчета на одного пациента, компании, реализовавшие вертикальную интеграцию, могут управлять потоком пациентов и переводить их на обслуживание по более низким тарифам или по себестоимости, без уплаты наценки, которую могли бы потребовать другие провайдеры.

С другой стороны, стратегия горизонтальной интеграции — это стратегия, в соответствии с которой провайдеры в целях расширения спектра своих услуг и/или географических рамок своей деятельности приобретают другие компании, оказывающие сходные или идентичные виды услуг и тем самым пользуются синергетическим эффектом за счет использования системы направлений, выдаваемых врачами, и общего взаимодействия в процессе работы. В условиях современного рынка горизонтальная экспансия зачастую направлена на обретение конкурентных преимуществ в борьбе за контракты в системе управляемого медицинского обслуживания. Эта стратегия строится на том, что большинство провайдеров, относящихся к системе управляемого медицинского обслуживания, предпочитают работать с небольшим числом организаций, покрывающих все их нужды, а не с множеством организаций, занимающихся обеспечением различных видов продукции и услуг. Это не только упрощает процесс выдачи направлений, но и позволяет рационализировать деятельность, в частности, упростить оформление счетов, анализ использования услуг и результатов проведенного лечения.

Независимо от стратегии, на рынке оказания медицинских услуг на дому продолжается стремительная консолидация. Поскольку действующие в общенациональном масштабе провайдеры услуг в этой области контролируют сравнительно небольшую долю рынка, отрасль остается крайне фрагментированной, и в ней преобладают мелкие, зачастую семейные фирмы. Кроме

того, поскольку конкурентные преимущества проявляются на местном и региональном уровнях (предоставление общенациональных контрактов на оказание медицинских услуг оказалось практически безуспешным; большинство программ НМО и других программ системы управляемой медицинской помощи осуществляется в местном или региональном масштабе), компании, работающие на местном и региональном уровнях, на «своем поле» могут успешно конкурировать с общенациональными компаниями. Соответственно, в совокупности мелкие фирмы приобретают аналогичные компании столь же энергично, как и их более крупные конкуренты. Эта консолидация создала весьма активный рынок стратегических приобретений.

Новые тенденции в области оказания медицинских услуг на дому

Очевидно, что консолидация рассматриваемой отрасли сильно сказывается на оценке этого бизнеса, о чем мы поговорим чуть ниже. Но столь же (если не более) сильное влияние на эту сферу оказали две другие недавно появившиеся тенденции. Во-первых, Закон о сбалансированности бюджета, подписанный Президентом в августе 1997 г. и вступивший в силу с 1 января 1998 г., резко сократил объем возмещения, выплачиваемого сертифицированным агентствам по оказанию медицинских услуг на дому, работающим в рамках программы Medicare, а также размер компенсаций, выплачиваемых поставщикам домашнего медицинского оборудования. Этот закон также содержит множество других положений, которые будут оказывать влияние на выплату возмещения за оказанные услуги на протяжении многих последующих лет. В результате данная отрасль в настоящее время переживает период перестройки всей своей деятельности, необходимой для того, чтобы справиться с этими новыми проблемами.

Во-вторых, вся отрасль стала объектом самого пристального внимания в результате нескольких весьма громких расследований, завершившихся вынесением обвинительных актов и приговоров в отношении компаний и отдельных лиц, занимавшихся оказанием медицинских услуг на дому, которые были обвинены в мошенничестве и злоупотреблениях. Как мы увидим, эти сдвиги на рынке оказывают воздействие не только на стратегию приобретения и характер приобретаемых объектов, но и на подход к вопросам оценки, структурирования и оформления сделок.

Наше обсуждение вопросов оценки данного бизнеса состоит из двух разделов. Прежде всего, мы обсудим оценку компаний, получающих оплату за свою работу в размере, не зависящем от себестоимости продукции или услуг, в т.ч. фирм, поставляющих домашнее медицинское оборудование, компаний, предоставляющих услуги по уходу за больными на дому на частной основе, а также провайдеров, занимающихся инфузионной терапией, и компаний, предоставляющих хосписные услуги (т.е. компаний, получающих оплату в разме-

ре, не зависящем от их издержек, связанных с поставкой продукции и услуг, что означает, что они могут генерировать прибыль или убытки в зависимости от эффективности своей деятельности). Затем мы рассмотрим вопросы оценки сертифицированных агентств, работающих в рамках программы Medicare, которые получают возмещение на основе расходов на оказание услуг.

Оценка компаний сферы медицинского обслуживания на дому, получающих оплату в размере, не зависящем от себестоимости продукции или услуг

При оценке компаний, оказывающих медицинские услуги на дому, многие традиционные подходы оказываются непригодными.

Чистая балансовая стоимость. Применение Метода чистой балансовой стоимости дает в высшей степени ненадежные результаты и заслуживает внимания только при оценке фирм, несущих существенные убытки. Во-первых, фирмы, оказывающие услуги по уходу за больными на дому на частной основе, и хосписные агентства фактически не имеют подлежащих оценке активов, кроме дебиторской задолженности, мебели и приспособлений. Даже если говорить о фирмах, поставляющих домашнее медицинское оборудование, и компаниях, оказывающих услуги инфузионной терапии, которые имеют определенные капиталовложения в оборудование, т.е. иные активы помимо дебиторской задолженности, мебели и приспособлений, то в условиях стремительного технологического прогресса рынок оборудования, бывшего в употреблении, весьма ограничен. Стоимость этих активов почти всецело зависит от доходов, которые они генерируют.

Дисконтированный денежный поток. Хотя на бумаге Метод дисконтированного денежного потока с его прочной теоретической базой, основанной на прогнозе объема денежного потока и применении строгих математических методов и анализа, выглядит весьма привлекательным и многообещающим, при оценке компаний, оказывающих медицинские услуги на дому, он фактически неприменим. В условиях нестабильности законодательства, регулирующего выплату возмещения, большинство провайдеров медицинских услуг на дому не имеют возможности составить обоснованные прогнозы на ближайшие шесть месяцев, не говоря уже о прогнозах на три года, пять или десять лет, которые обычно используются в рамках Моделей дисконтированного денежного потока. При такой высокой степени неопределенности любой результат, полученный в результате анализа дисконтированного денежного потока, вызывает глубокие сомнения. Данный метод лишь условно пригоден в тех случаях, когда у оцениваемых компаний прогнозируется исключительно высокий рост в краткосрочной перспективе.

Сопоставление с данными открытого рынка. Как и при оценке мелких компаний, относящихся фактически к любой отрасли, различия в размерах и ресурсах компаний открытого типа, оказывающих медицинские услуги на дому, и крайне фрагментированных независимых компаний налагают жесткие ограничения на использование сопоставимых сделок, совершенных на открытом рынке. Тем не менее, данные о продажах компаний открытого типа позволяют глубже понять общие тенденции в сфере оценки таких компаний, что может быть весьма полезным в данной отрасли, характеризующейся крайней нестабильностью.

Сопоставимые сделки. В подавляющем большинстве случаев, оценка бизнеса по оказанию медицинских услуг на дому основана на сопоставимых сделках по продаже соответствующих компаний открытого типа и частных фирм. При использовании этой методологии ранее совершенные сделки «деконструируют» для определения соотношения стоимости и различных показателей деятельности. При рассмотрении бизнеса по оказанию медицинских услуг на дому наиболее часто в качестве исходного критерия для проведения сравнения используются мультипликаторы доходов до вычета процентов и налогов (EBIT) и мультипликаторы объема выручки. Хотя найти данные по сопоставимым сделкам нелегко, эта задача все же не относится к разряду невыполнимых. Информацию о договорах на приобретение компаний открытого типа, которые составляются в соответствии с определенными требованиями, можно найти в материалах 8 ks базы данных EDGAR Федеральной комиссии по ценным бумагам и биржам. Эти материалы часто содержат подробные данные о формировании цены сделки, а также финансовые отчеты приобретенной компании, на основании которых можно рассчитать контрольные мультипликаторы. Оценщик часто может найти интересующую его информацию о сопоставимых сделках в отчетах, составленных аналитиками фондовых рынков, которые отслеживают деятельность публичных компаний, работающих в сфере медицинских услуг на дому, многие из которых активно занимаются приобретением других фирм. Кроме того, частная компания Irving Levin Associates, находящаяся в г. Нью-Кейнаан, штат Коннектикут, в числе прочих сегментов здравоохранения отслеживает сделки с компаниями, оказывающими медицинские услуги на дому. Ежегодные отчеты и бюллетени этой фирмы содержат обширные данные и анализ совершенных сделок.

Особенности корректировки показателей выручки и EBIT при оценке компаний, оказывающих медицинские услуги на дому

Поскольку оценка компаний, оказывающих медицинские услуги на дому, основана прежде всего на использовании сопоставимых мультипликаторов

EBIT и выручки, важно понять, как некоторые уникальные аспекты оказания медицинских услуг на дому влияют на способ определения этих важнейших показателей. Мы обнаружили, что выбор неверных или нерепрезентативных показателей EBIT и объема выручки приводит к столь же большому занижению стоимости, как и выбор неправильных мультипликаторов. В сфере оказания медицинских услуг на дому корректировка EBIT и выручки выходит далеко за рамки стандартного «возврата» некоторых сумм, в т.ч. суммы вознаграждения, льгот и привилегий владельца, а также корректировки необычных или непредвиденных расходов. Для того, чтобы установить реальные показатели деятельности оцениваемой компании, необходимо тщательно проанализировать ряд показателей с учетом специфичных особенностей, свойственных бизнесу по оказанию медицинских услуг на дому.

ОПРЕДЕЛЕНИЕ ОБЪЕМА ВЫРУЧКИ

В большинстве видов бизнеса определение показателя, определяющего объем выручки, является достаточно стандартной процедурой. Компания продает продукт или услугу и получает выручку (или доход). Но в бизнесе по оказанию медицинских услуг на дому, оплата которых в значительной степени основана на системе возмещения со стороны третьих лиц, в том числе Medicare, Medicaid и частных страховых компаний, в момент поставки продукции или услуг зачастую неясен не только конечный размер возмещения, но и то, будет ли оно получено вообще. Это происходит по двум причинам. Во-первых, хотя компания, оказывающая медицинские услуги на дому, выставляет счета на основе установленных расценок на предоставляемые продукты или услуги, третья сторона, выполняющая оплату этих счетов, зачастую подвергает их корректировке или сокращению указанных в них сумм путем переговоров. Во-вторых, хотя при использовании системы медицинских направлений предполагается, что продукты и услуги в целом должны быть предоставлены в день обращения пациента или в течение 24 часов с момента его обращения, компании, оказывающие медицинские услуги на дому, не могут до момента доставки продукта или оказания услуги получить огромное количество документов, необходимых для подтверждения и обоснования заявки на страховое возмещение. Поэтому компании нередко сталкиваются с тем, что не могут выставить счета на уже оказанные услуги вследствие недостаточности данных или их несоответствия формальным требованиям.

Учитывая эти факторы, многие фирмы, занимающиеся оказанием медицинских услуг на дому, не регистрируют в своих бухгалтерских книгах выручку до момента получения оплаты в виде наличных средств, что является самым консервативным, хотя и самым точным показателем величины денежного потока. К сожалению, в данной отрасли, где количество дней, в течение которых поставленная продукция или услуги остаются неоплаченными, в среднем может составлять от 90 до 120, данные отчетов о доходах, основанных на величине денежных поступлений, зачастую бывают весьма неточны-

ми. При таких задержках оплаты доход быстро растущих фирм почти всегда занижен, а доход фирм, характеризующихся спадом деятельности, насто-
вышен.

Для устранения расхождений многие фирмы в своей бухгалтерской отчетности отражают выручку на базе выставленных счетов за поставленную продукцию или услуги, плюс изменения, произошедшие за период задержки оплаты счетов (счетов, включенных в заявки о выплате возмещения, которые требуют обоснования в виде дополнительной информации прежде, чем они могут быть оплачены). Этот метод, при использовании которого, в сущности, доходы фиксируются в момент оказания услуг, в принципе является наиболее правильным методом ведения бухгалтерской отчетности

В то же время, этот метод является и самым двойственным. Если при оценке величины доходов не будут сделаны надлежащие поправки с учетом конечной корректировки счетов или возникновения ситуации, в которой требование о возмещении нельзя будет предъявить по формальным причинам, то в итоге величина доходов, отраженных в отчетах, может быть существенно завышена.

УЧЕТ БЕЗНАДЕЖНЫХ ДОЛГОВ

В сфере оказания медицинских услуг на дому, т.е. в бизнесе, где различия между суммами, указанными в счетах, и суммами, полученными в конечном итоге, могут быть весьма значительными, методы учета безнадежных долгов, которыми пользуются фирмы, могут существенно исказить результаты расчета EBIT. Во-первых, следует отметить, что те долги, которые в данной отрасли называют безнадежными, на самом деле таковыми не являются. Безнадежные долги в узком понимании этого термина, т.е. случаи неоплаты корректно оформленного счета вследствие отказа от его оплаты или неплатежеспособности, часто являются лишь незначительным фактором образования той части просроченной дебиторской задолженности, взыскание которой не представляется возможным. Гораздо чаще главными причинами образования задолженности в этой ее части являются предусмотренные контрактами скидки, ошибки при составлении счетов, отклонение требований о выплате возмещения, или сокращение суммы возмещения в результате переговоров. Поскольку все эти виды корректировки ведут к уменьшению величины денежного потока и поэтому обязательно должны быть приняты во внимание, более правильно и разумно рассматривать их в рамках статьи задолженности, не подлежащей взысканию.

Пожалуй, наиболее распространенный способ, при помощи которого фирмы, оказывающие медицинские услуги на дому, учитывают не подлежащую взысканию задолженность — это Метод прямого списания, в соответствии с которым невозмещенные расходы регистрируются в качестве не подлежащей взысканию задолженности после ее признания таковой. Например, при использовании этого метода, в случае отказа страховой компа-

нии от оплаты страхового возмещения соответствующую сумма отражается в бухгалтерской отчетности в качестве не подлежащей взысканию задолженности после оформления страховой компанией отказа, даже если счет, содержащий эту сумму, и сопряженный с ним доход были отражены в отчетности еще 6 месяцев назад. Метод прямого списания — далеко не самый простой для использования; более того, полученные с его помощью результаты могут оказаться весьма проблематичными. Фирмы могут постоянно завышать свои доходы, просто откладывая списание безнадежных долгов на будущее — и действительно поступают таким образом. Независимо от того, делается ли это с умыслом или неумышленно, но если компания многократно обращается в страховую компанию с требованием об оплате требований, по которым был получен отказ, или же продолжает попытки взыскать долги с большим сроком давности, то с течением времени это может привести к существенному завышению доходов компании. Кроме того, отчеты о дебиторской задолженности, составленные с применением Метода прямого списания, всегда содержат завышенные данные, поскольку они не корректируются с учетом предполагаемых будущих списаний.

Учитывая эти недостатки, предпочтение следует отдать методам, которые предполагают внесение соответствующих поправок. При использовании таких методов компании делают оценку не подлежащих взысканию долгов на основании прошлого опыта и отражают их в момент оказания услуг. Таким образом, компании учитывают оцениваемую сумму корректировки доходов в будущем по мере учета доходов и нарастания срока задолженности, что, будем надеяться, увеличивает целостность финансовых отчетов и облегчает их интерпретацию. Разумеется, если эти оценки в корне неверны и компания не отслеживает правильность таких оценок, то расчеты EBIT могут оказаться существенно искаженными.

АНАЛИЗ ТРЕНДОВ

Для целей оценки важно оценить эффективность деятельности компании в прошлом и определить, каким образом следует учитывать тренды в процессе получения репрезентативной величины EBIT и выручки. Во многих отраслях принято проводить анализ эффективности работы компаний за несколько лет и рассчитывать средневзвешенные показатели эффективности, придавая больший удельный вес показателям самых последних или самых типичных лет. В сфере оценки компаний, занимающихся оказанием медицинских услуг на дому, этот тип усреднения почти всегда оказывается непригодным, поскольку нестабильность деятельности в этой отрасли зачастую обусловлена изменениями в размере страхового возмещения и другими изменениями в законодательстве, а также факторами, связанными с конкуренцией. Поскольку эти факторы органически присущи данной отрасли и, по всей вероятности, будут оказывать воздействие и в будущем, то показателям прошлой деятельности при анализе трендов придается малый удельный вес. На

самом деле, на практике покупатели строят оценку почти исключительно на основе самых последних результатов деятельности — чаще всего, на основе результатов всего лишь за последние шесть месяцев.

УЧЕТ КАПИТАЛЬНЫХ АКТИВОВ

В компаниях, занимающихся поставкой домашнего медицинского оборудования и проведением инфузионной терапии на дому, большую часть основных фондов составляет сдаваемое в аренду оборудование стоимостью от 500 до 1500 долл., затраты на которое чаще всего списываются на расходы при покупке. В результате, особенно в периоды роста и расширения, доходы этих компаний зачастую оказываются существенно заниженными.

ФАКТОРЫ РИСКА В ОТРАСЛИ МЕДИЦИНСКИХ УСЛУГ НА ДОМУ

После вычисления репрезентативного показателя EBIT и выручки необходимо определить надлежащее значение мультипликатора. Как и в других отраслях, процедура определения этого мультипликатора основана на тщательной оценке совокупного риска, с которым сопряжена деятельность оцениваемой компании. Чем выше риск, тем ниже значение мультипликатора; и наоборот — чем ниже риск, тем выше значение мультипликатора. При оценке совокупного риска, сопряженного с деятельностью фирмы, занимающейся оказанием медицинских услуг на дому, самыми важными факторами являются следующие:

ДИВЕРСИФИКАЦИЯ ИСТОЧНИКОВ ПОЛУЧЕНИЯ НАПРАВЛЕНИЙ

В области оказания медицинских услуг на дому подавляющая доля из общего объема бизнеса зависит от назначений, выдаваемых врачами-терапевтами и специалистами, в т.ч. при выписке пациентов из больниц, а также направлениями, получаемыми больными от работников социальных служб и других учреждений. В этом бизнесе, во многом зависящем от системы связей с другими учреждениями, в случае, если доходы компании зависят от одного или двух источников получения направлений, покупатели компаний всегда опасаются резкого сокращения выручки и дохода вследствие потери одного из таких источников. Чем шире круг этих источников, тем меньше риск, сопутствующий приобретению компании.

СОСТАВ ПЛАТЕЛЬЩИКОВ

Сходным образом, чем разнообразнее состав плательщиков — Medicare, Medicaid, частные страховые компании, частные лица, — тем меньше скажутся на деятельности фирмы изменения в политике возмещения расходов, проводимой одним из них. К компаниям с высоким уровнем риска относятся фирмы, в которых значительная часть доходов обусловлена получением возмещения на базе контрактов с НМО или другими программами управляемо-

го медицинского обслуживания. Потеря таких плательщиков может подорвать жизнеспособность компании.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ СРЕДНЕГО ЗВЕНА УПРАВЛЕНИЯ

Как и в других отраслях, эффективность среднего звена управления является одним из ключевых факторов, определяющих уровень риска, присущего оцениваемому бизнесу. Это особенно касается сферы оказания медицинских услуг на дому, где отношения с пациентами и учреждениями, выписывающими направления на лечение, часто замыкаются на владельце, который, как показывает практика, редко остается в фирме после ее продажи.

НОМЕНКЛАТУРА ПРОДУКЦИИ И УСЛУГ

В сфере медицинских услуг на дому работа, связанная с продукцией и услугами некоторых категорий, изначально сопряжена с большим риском по сравнению с работой с продукцией или услугами других категорий. Однако получается, что иногда следует оценивать этот риск вопреки интуиции. Например, в сфере поставки домашнего медицинского оборудования, деятельность фирм, специализирующихся на дыхательной терапии, и в особенности на поставке кислорода, стала объектом пристального внимания со стороны государственных органов, которые сокращают объем возмещения, выплачиваемого этим фирмам. Соответственно, работа, связанная с продукцией и услугами данной категории, относится к числу наиболее подверженных риску. Впрочем, довольно любопытно, что именно эта номенклатура продукции и услуг по-прежнему дает самую высокую маржу прибыли в отрасли, в связи с чем ее привлекательность нейтрализует риск. Напротив, сфера поставки основного медицинского оборудования длительного пользования (кроватей, инвалидных колясок, приспособлений для ходьбы) подвергается меньшему ценовому давлению, но, учитывая то, что эта номенклатура обеспечивает низкую прибыльность, она в целом считается более подверженной риску, иными словами, непривлекательной. В результате, несмотря на то, что компании, занимающиеся респираторной терапией, считаются более подверженными риску в «классическом смысле», на практике при расчете их стоимости используются более высокие мультипликаторы.

В более традиционном ключе, деятельность компаний, занимающихся инфузионной терапией, значительная часть доходов которых обусловлена отношениями с компаниями, предоставляющими хронически больным пациентам услуги медсестер по уходу на дому на частной основе или осуществляющими полное парентеральное питание больных с использованием высокотехнологичного оборудования, считается более рискованной. При определении стоимости этих компаний применяются более низкие мультипликаторы, что связано с высоким показателем выручки в расчете на одного пациента, из чего следует, что потеря всего лишь одного пациента может привести к существенному сокращению доходов фирмы.

ЗАКОНОДАТЕЛЬНОЕ РЕГУЛИРОВАНИЕ В ОТРАСЛИ И СИСТЕМА УПРАВЛЯЕМОГО МЕДИЦИНСКОГО ОБСЛУЖИВАНИЯ

Как уже неоднократно отмечалось в данной главе, на область медицинских услуг на дому значительное воздействие оказывают вопросы, относящиеся к законодательному регулированию в отрасли и к системе управляемого медицинского обслуживания. Хотя многие законодательные положения действуют в общенациональном масштабе и одинаково затрагивают работу всех компаний, относящихся к рассматриваемой отрасли, в конкретных штатах или регионах особое воздействие оказывают некоторые другие обстоятельства (например, политика, проводимая Medicaid в некоторых штатах). В частности, компании, находящиеся в штатах, где большое распространение получила система управляемого медицинского обслуживания (в Калифорнии, Миннесоте, Массачусетсе), характеризуются более высоким уровнем риска, что обусловлено давлением на маржу прибыли, которое оказывают медицинские планы, реализуемые в рамках этой системы.

СОБЛЮДЕНИЕ НОРМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА

Согласно оценке государственных органов, общая сумма неправильно или ошибочно выплаченного возмещения в рамках программы Medicare превышает 23 млрд. долл. В этой связи, а также в связи с расследованиями противозаконной деятельности ряда руководителей рассматриваемой отрасли, внимание к мошенничеству и злоупотреблениям в области оказания медицинских услуг на дому велико как никогда. Поэтому, в случае проведения расследования или аудиторской проверки деятельности компании, работающей в этой отрасли, независимо от существа дела и намерений стороны, ставшей объектом расследования или проверки, достаточно лишь одного намека на возможные нарушения, чтобы компании был присвоен самый высокий уровень риска. Во многих случаях, заслуженно или незаслуженно, подобное расследование может свести значение применяемого к данной компании мультипликатора к нулю.

Величина мультипликаторов в отрасли

Отвечая на вопросы о действующих в данной отрасли мультипликаторах (такие вопросы часто задают на семинарах, проводимых по всей стране), большинство провайдеров медицинских услуг на дому обычно подтверждают общепринятую точку зрения, в соответствии с которой обоснованная рыночная стоимость занимающихся данным бизнесом компаний в целом лежит в интервале от трехкратного до пятикратного объема доходов компании. Чем меньше факторы риска, тем выше значение мультипликатора в указанном интервале, который сам по себе отражает достаточно высокую степень риска, присущего рынку оказания медицинских услуг на дому в связи с его нестабильностью, а также учитывает достаточно низкие темпы роста валовых

доходов, что в свою очередь объясняется постоянным снижением цен и маржи прибыли в отрасли.

Значения мультипликаторов, используемых для определения обоснованной рыночной стоимости компаний в данной отрасли, очень близки к значениям мультипликаторов, которые оценщики устанавливают для многих других небольших компаний других отраслей, что является вполне закономерным явлением. Большинство мелких компаний при сравнении с большими фирмами, имеющими доступ к крупным капиталам и человеческим ресурсам, характеризуются высоким уровнем риска и низкими темпами развития. Тем не менее, в отрасли оказания медицинских услуг на дому существует перспективный рынок стратегических приобретений, который повышает мультипликаторы до значений, намного превышающих эмпирические показатели.

В настоящее время покупатели проявляют интерес главным образом к тем компаниям, которые удовлетворяют требованиям, обусловленным их конкретными стратегическими целями. Некоторые покупатели компаний, оказывающих медицинские услуги на дому, стремятся к их приобретению с целью расширения спектра предлагаемых продуктов и услуг с учетом предпочтения, которое провайдеры системы управляемой медицинской помощи отдают компаниям, предлагающим комплексное медицинское обслуживание.

На данном рынке, подверженном влиянию стратегических соображений, где многие покупатели конкурируют в борьбе за компании, соответствующие их целям и задачам, стоимость в большой мере определяется тем, кто именно выступает покупателем и продавцом. Это особенно касается приобретения агентств по оказанию медицинских услуг на дому, имеющих сертификаты Medicare, которые, будучи учреждениями, получающими возмещение за оказанные услуги на базе их себестоимости, не могут генерировать прибыль. При отсутствии прямой прибыли от капиталовложений стоимость этих агентств в очень большой степени обусловлена замыслом, которым руководствуется покупатель при совершении данной сделки (подробнее об этом поговорим далее).

ОБОСНОВАННАЯ РЫНОЧНАЯ СТОИМОСТЬ В СОПОСТАВЛЕНИИ С ИНВЕСТИЦИОННОЙ СТОИМОСТЬЮ

При оценке компаний, оказывающих медицинские услуги на дому, ключевое значение приобретает вопрос о том, какой стандарт стоимости следует применять — обоснованную рыночную стоимость или инвестиционную стоимость. Обоснованная рыночная стоимость — это цена в денежном выражении, по которой компания может перейти из рук желающего совершить сделку продавца в руки желающего совершить сделку покупателя, при условии, что обе стороны должным образом информированы обо всех обстоятельствах, имеющих отношение к предмету сделки, и ни одна из сторон не испытывает принуждения к продаже или покупке. С другой стороны, инвестиционная стоимость — это стоимость, которую конкретный покупатель желает уплатить конкретному

продавцу, руководствуясь своими стратегическими соображениями. В случаях, когда покупатели благодаря заключению конкретной сделки могут воспользоваться синергетическим эффектом в виде повышения доходов или снижения издержек, они зачастую готовы заплатить за компанию сумму, превышающую ее обоснованную рыночную стоимость. Как уже было сказано, в сделках купли-продажи компаний, занимающихся оказанием медицинских услуг на дому, для продавца существует потенциальная возможность получения достаточно высоких премий при расчете цены сделки на базе инвестиционной стоимости. На практике мы используем критерий обоснованной рыночной стоимости для определения нижнего предела цены, исходя из общей стратегии ценообразования, и устанавливаем далее инвестиционную стоимость на базе информации о конкретном покупателе и о покупателях в целом, с учетом тех целей, которые они преследуют. Выбор надлежащего стандарта стоимости зависит от причины, по которой проводится оценка. Хотя обоснованная рыночная стоимость, возможно, представляет собой наиболее распространенный и наиболее консервативный стандарт, однако в случаях, когда оценка выполняется с целью продажи компании, применение обоснованной рыночной стоимости зачастую приводит к занижению ее реальной инвестиционной стоимости.

Аномалии в практической оценке

Мы полагаем, что при практической оценке компаний, занимающихся оказанием медицинских услуг на дому, можно столкнуться с некоторыми аномалиями, как и в процессе оценки компаний, действующих в других отраслях, что может оказать существенное воздействие на результаты оценки:

Верхний предел стоимости, рассчитываемой на основе отраслевых мультипликаторов объема выручки. Несмотря на то, что в рассматриваемой отрасли преобладает методология оценки бизнеса, основанная на использовании мультипликаторов EBIT, характерных для отрасли в целом, необходимо учесть, что при покупке компаний, имеющих очень высокую рентабельность (к которым по большей части относятся компании, специализирующиеся на поставке продукции и услуг, относящихся к респираторной и инфузионной терапии, которая обеспечивает большую маржу прибыли), покупатели зачастую не соглашались на цену, превышающую определенный предел — как правило, это объем выручки, умноженный на мультипликатор в интервале от 1 до приблизительно 1,5. В результате значения мультипликаторов EBIT для самых прибыльных компаний, имеющих маржу прибыли на уровне 30% — 40%, чаще всего оказываются ниже значений мультипликаторов, применяемых при определении стоимости менее рентабельных компаний — и только потому, что в противном случае полученное значение стоимости превысило бы указанный предел. С другой стороны, несмотря на то, что покупателей больше удовлетворяет значение

мультипликатора, равное 1, компании, рентабельность которых ниже 20%, зачастую оцениваются с использованием максимальных значений отраслевых мультипликаторов EBIT, поскольку полученная в результате величина стоимости все же будет ниже указанного предела.

Преимущества увеличения масштаба деятельности. Если покупатель приобретает компанию, рассчитывая на получение стратегического преимущества и повышение общей эффективности за счет масштабного проникновения на рынок, то чем выше потенциал компании с точки зрения достижения таких целей, тем выше применяемое значение мультипликатора, независимо от рентабельности компании.

Фактор рентабельности. Несмотря на высокую рентабельность фирм, поставляющих сопутствующие, специальные или вспомогательные медицинские продукты и услуги (например, продукцию, предназначенную для реабилитации пациентов, перевязочные материалы, или препараты для больных диабетом), такие узкоспециализированные фирмы зачастую не соответствуют основным целям и задачам, которые преследуют покупатели при приобретении компаний в этой сфере. Соответственно, при оценке этих фирм часто используются очень низкие значения мультипликаторов. Тем не менее, такое положение вещей начинает меняться по мере развития процесса консолидации и появления потребности в приобретении специализированных фирм для заполнения пробела в номенклатуре поставляемых продуктов и услуг.

Скидки, обусловленные структурой сделки. Испытывая большую озабоченность по поводу возможных проблем, сопряженных с соблюдением требований законодательства, а также учитывая возможность мошенничества и злоупотреблений, покупатели крайне неохотно идут на приобретение компании путем покупки ее акций, поскольку при этом они рискуют приобрести неизвестные им обязательства. Соответственно, если продавец, стремясь избежать двойного налогообложения, предпочитает структурирование сделки в виде продажи акций, а не активов, и покупатель в конечном итоге соглашается хотя бы рассмотреть такое предложение, то стоимость компании может быть уменьшена на величину соответствующей скидки по сравнению со стоимостью продажи активов компании.

Оценка сертифицированных агентств по оказанию медицинских услуг на дому, получающих возмещение на базе себестоимости услуг

Как мы уже упоминали в начале этой главы, оценка агентств, имеющих сертификат Medicare, получающих возмещение за оказанные услуги на базе ве-

личины затрат на их оказание, разительно отличается от оценки компаний, получающих оплату за продукцию или услуги вне зависимости от их себестоимости. Согласно законодательству, агентства, работающие в рамках системы Medicare, получают возмещение от федерального правительства, которое оплачивает услуги этих агентств на базе величины их фактических расходов или в пределах установленных лимитов или ставок, в зависимости от того, какая величина будет ниже. Соответственно, при ныне действующих правилах возмещения, агентства этой категории по определению не могут генерировать прибыль. Ситуацию еще более осложняет введение новой системы оплаты, принятой на основе Закона 1997 г. о сбалансированности бюджета. В соответствии с данной системой, называемой Промежуточной системой оплаты, ставки возмещения урезаны столь существенно, что размер компенсации, получаемой многими агентствами, оказывается меньше их фактических расходов, что приводит к вынужденному закрытию некоторых из них. Поскольку функционирование агентств, работающих в рамках системы Medicare, основано на принципе безубыточности, возникает вопрос: на какой базе следует определять их стоимость?

При оценке этих агентств учитываются два базовых элемента. Во-первых, покупатели агентств получают возможность использования синергетического эффекта, заключающегося в повышении прибыли и снижении издержек. Например, компания, оказывающая услуги инфузионной терапии, может извлечь выгоду из приобретения сертифицированного агентства благодаря расширению базы потенциальных клиентов (увеличивая доходы) и использованию услуг медсестер и сиделок с оплатой по себестоимости (снижая издержки). Во-вторых, в течение двух ближайших лет ожидается переход на новую систему возмещения расходов сертифицированных агентств — на так называемую Перспективную систему оплаты. В соответствии с этой системой сертифицированные агентства будут получать возмещение понесенных ими расходов на базе ставок оплаты конкретных услуг, независимо от затрат на их оказание, что даст возможность получения прибыли. В этой связи многие покупатели приобретают эти агентства для завоевания «платформы» на рынке медицинских услуг, оказываемых на дому, и обеспечения хороших позиций на этом рынке, что даст возможность получать прибыль после введения в действие Перспективной системы оплаты.

Поскольку в настоящее время не существует прямого пути для обеспечения рентабельности таких агентств, их стоимость почти всецело определяется: (а) тем, каким образом покупатель сможет обеспечить получение новых доходов или сокращение издержек и (б) ожиданиями покупателя относительно рентабельности, которая может быть обеспечена в будущем после введения Перспективной системы оплаты. В ситуации, когда стоимость компаний в столь значительной степени зависит от позиции покупателей, а общая обстановка характеризуется неопределенностью в отношении перехода с Временной системы оплаты на Перспективную систему оплаты, диа-

пазон стоимости сертифицированных агентств чрезвычайно велик. Традиционно стоимость агентств этой категории рассчитывается, исходя из «стоимости одного визита пациента». В нынешних условиях есть покупатели, предлагающие цену, рассчитанную на базе 2-3 долл за визит, а есть и те, кто предлагает цену, рассчитанную исходя из 20-30 долл. за визит. Поскольку стоимость таких агентств фактически полностью обусловлена потребностями покупателей и их ожиданиями, мы позволим себе утверждать, что сертифицированные агентства на самом деле не имеют обоснованной рыночной стоимости, и что единственным реальным стандартом стоимости при их оценке является инвестиционная стоимость. Можно ожидать, что после введения Перспективной системы оплаты и появления возможностей для получения и прогнозирования прибыли, оценка сертифицированных агентств будет производиться в близком соответствии с методикой определения стоимости частных агентств, получающих оплату за предоставленные услуги без привязки к величине их издержек.

Заключение: перспективы бизнеса по предоставлению медицинских услуг на дому

Каким образом может измениться в будущем подход к оценке компаний, оказывающих медицинские услуги на дому? Мы полагаем, что циклы консолидации и все более неблагоприятные условия выплаты возмещения являются двумя самыми важными факторами, которые будут оказывать воздействие на оценку в этой сфере в будущем.

Цикличность консолидации. Отрасль, в которой работают 30 тыс. компаний, поставляющих медицинскую продукцию и услуги по уходу за больными на дому, остается крайне фрагментированной, что само по себе создает возможности для консолидации. Однако сегменты рынка и их участники находятся на разных стадиях консолидации, что может самым существенным образом воздействовать на оценку. Например, первыми в отрасли столкнулись с существенным давлением на маржу прибыли, что и послужило стимулом к появлению стратегии приобретений, компании, которые оказывают услуги инфузионной терапии и получают большую часть возмещения своих расходов от частных страховых компаний, строго контролирующих эти расходы. Рынок оказания услуг, связанных с внутривенными вливаниями, находится на поздних стадиях консолидации и предоставляет более ограниченные возможности для покупки и продажи компаний. Сходным образом, отдельные компании других категорий на протяжении многих лет активно скупали другие компании, поэтому их потребности сократились. По мере сокращения стратегической мотивации в сфере приобретения компаний усиливаются финансовые факторы, что ведет к переходу от оценки на базе инвестиционной стоимости к оценке на базе обоснованной рыночной стоимости.

Ограничения в сфере возмещения расходов. Как было сказано в начале этой главы, при том, что спрос на медицинские услуги, оказываемые на дому, с течением времени будет возрастать, ресурсы для их оплаты станут более ограниченными. Это обстоятельство, скорес всего, будет способствовать появлению новых законодательных инициатив, направленных на сокращение объемов выплачиваемого возмещения. Хотя обусловленное этим давление само по себе не должно снижать значения мультипликаторов (эти факторы учитываются в оценке уже много лет), но если отрасль не добьется существенного прогресса в повышении эффективности, то снижение рентабельности со временем отразится на оценке, хотя снижение величины стоимости, определяемой в результате оценки, не обязательно будет пропорционально снижению рентабельности.

Оценка компаний, занимающихся торговлей пиломатериалами, и центров продажи материалов для строительства и ремонта жилья

БАД ХОУИ¹ (BUD HOWE)

В секторе торговли пиломатериалами и строительными материалами действует примерно 10 тыс. частных компаний и около 50 компаний открытого типа. По мнению многих аналитиков, вследствие спада в строительстве нового жилья, который наступит в следующем десятилетии, и продолжающегося развития торговых центров-складов строительных материалов (известных под названием «больших коробок») наподобие Home Depot, Lowes, Menards и др., вероятно, произойдет существенное сокращение количества мелких частных независимых компаний. Из-за развития центров-складов, наблюдавшегося на протяжении в 1980-1990-х гг., ситуацию в этом базисном сегменте американской экономики сравнивают с положением в розничной торговле бакалейными товарами 50 лет назад, когда сети супермаркетов начали вытеснять семейные бакалейные магазинчики и мясные рынки.

Предмет и рамки главы

Эта глава посвящена только частным предприятиям закрытого типа, имеющим годовой объем продаж от 2 до 50 млн. долл., поскольку именно этот диапазон и образует пределы, в которых наша фирма занимается посредничеством при продаже предприятий данного сектора и их оценкой.

Более чем 10 тыс. частных компаний, работающих в этой сфере, можно в целом разделить на две группы: лесные склады, т.е. компании, торгующие пиломатериалами и ориентированные на обслуживание предпринимателей, занимающихся подрядными работами в этой области, и фирмы, торгующие материалами по принципу «сделай сам» (do-it-yourself — DIY). Компании,

¹ Девон О. Хоун, магистр в области управления бизнесом - соавтор главы, посвященной этой проблематике в ее первоначальном варианте, опубликованном в 1992 г. — Прим. переводчиков

торгующие пиломатериалами для строительных подрядчиков, которые обычно просто называют лесными складами, практически специализируются исключительно на обслуживании строительной отрасли, коммерческих клиентов и подрядчиков. Иногда лесные склады также называют «строительными дворами» или «профессиональными складами». Почти 100% бизнеса таких компаний приходится на операции с профессиональными строительными подрядчиками, предприятиями строительной отрасли и коммерческими клиентами. Эти компании почти не занимаются торговлей материалами для выполнения строительных и ремонтных работ силами самих покупателей по принципу «сделай сам». Большинство остальных независимых компаний, работающих в рассматриваемой отрасли, относится к категории центров продажи материалов для строительства, ремонта и обустройства жилья, которые в США называются «home centers». Эти компании преимущественно занимаются торговлей материалами для выполнения строительных и ремонтных работ по принципу «сделай сам». В круг клиентов таких компаний также входит небольшое число компаний по модернизации жилья и местных фирм, занимающихся строительством нового жилья.

Для покрытия более высоких расходов на обслуживание своих покупателей компании DIY должны иметь более высокую маржу прибыли или более высокие наценки. Этот бизнес также требует более продолжительной рабочей недели (обычно такие предприятия работают без выходных), проведения широкомасштабной рекламы, наличия более многочисленного штата сотрудников, занимающихся продажей продукции, более широкой номенклатуры товаров, хорошо оборудованных торговых площадей, парковки с освещением и т.д.

В отличие от клиентов магазинов DIY, подрядчики или строители обычно знают, что именно им нужно. Они, как правило, заказывают большие партии материалов для работ по реконструкции старых зданий, строительству нового жилья или промышленных объектов. В результате лесные склады имеют более низкую маржу прибыли или наценку на товары и более низкие затраты на оказание услуг в расчете на доллар проданных товаров. Компания, занимающаяся обслуживанием оптовых покупателей, не нуждается в особой рекламе, если вообще нуждается в ней, однако должна иметь в своем штате компетентных продавцов, обеспечивать быструю доставку товаров, для чего зачастую необходимо специализированное транспортное оборудование — например, грузовики с грузоподъемной стрелой; порой данный бизнес требует предоставления покупателям скидок как на большую партию товаров, так и за оплату товаров без отсрочки платежа. Лесные склады обычно работают с 7 часов утра до 5 часов пополудни, с понедельника по пятницу включительно, лишь очень немногие из них работают и по субботам (до полудня). Более 90% продаж таких компаний производится в кредит, поэтому кредитный риск в этом сегменте бизнеса может быть весьма значительным. Большинство компаний, занимающихся торговлей материалами

для строительных подрядчиков, имеют скромные демонстрационные помещения, хотя в последнее время наметилась тенденция к созданию более совершенных, современных демонстрационных помещений, иногда размещаемых даже вне территории самой компании. Такие демонстрационные помещения открыты допоздна все семь дней в неделю. Они рассчитаны на строителей и клиентов строительных фирм — домовладельцев, которые чаще всего подбирают материалы, необходимые для всего комплекса работ — от материалов для устройства и покрытия полов до кровельных материалов.

Изменения, происходящие в отрасли, и их воздействие на оценку

После второй мировой войны в розничной торговле лесными и строительными материалами произошли существенные изменения. К числу самых крупных изменений, произошедших в начале 1950-х гг., относится использование вилчатого автопогрузчика для погрузки и разгрузки пиломатериалов, фанеры и других строительных материалов, что позволило одновременно обрабатывать целые партии таких материалов, тогда как прежде они разгружались и загружались поштучно. Это усовершенствование сократило рабочее время и дало возможность предприятиям, торгующим строительными материалами, увеличить объем перевалки товаров при сокращении числа работников. В результате предприятия, закупившим вилочные автопогрузчики, удалось снизить свои издержки и цены и таким образом перехватить бизнес у конкурентов, не имевших средств механизации. Это обстоятельство важно для оценки компаний, торгующих строительными материалами: предприятия, не оборудованные средствами для полной механизации погрузочно-разгрузочных работ, следует считать функционально устаревшими.

Другим явлением, преобразившим рассматриваемую отрасль, стало резкое увеличение спроса на материалы для строительных и ремонтных работ по принципу «сделай сам», произошедшее в конце 50-х — начале 60-х годов XX века. По мере того, как труд профессиональных ремонтников становился все дороже, а в некоторых районах страны предложение такого рода услуг сошло на нет, домовладельцы стали все чаще ремонтировать и совершенствовать свое жилье самостоятельно, а производители — выпускать продукцию для домовладельцев, удобную для использования и снабженную исчерпывающими инструкциями по проведению работ силами самого покупателя. Розничные торговцы, работающие в энергичной, агрессивной манере, развернули или расширили в своих магазинах секции «Сделай сам», добавив к строительным материалам и материалам для выполнения ремонтных работ номенклатуру строительных металлических деталей и приспособлений, пиломатериалов удобных размеров и прочих товаров для ремонта и обустройства жилья, и стали работать в вечерние часы и по выходным дням. Этот процесс важно учитывать при определении стоимости компаний, тор-

гующих строительными материалами и материалами для ремонтных работ по принципу «сделай сам», поскольку компании данной категории, располагающие тесными демонстрационными помещениями, также можно считать функционально устаревшими.

В 1970-х годах внедрение компьютера повысило эффективность управления. Однако результатом этого нововведения стало усиление давления на мелких дилеров, объем продаж которых был недостаточно велик для того, чтобы оправдать использование компьютеров. Такие дилеры продолжали полагаться на обработку данных вручную, и с тех пор многие из них вышли из бизнеса.

В 1980-х годах в отрасли произошло очередное изменение, связанное с развитием очень крупных центров торговли материалами для строительства и ремонта жилья, организованных по принципу торговли со склада — таких, как Home Depot, Lowes, Menard, Home Quarters и Builder Square. Такие центры-склады располагают ассортиментом товаров от 30 до 40 тыс. единиц и обычно занимают не менее 100-120 тыс. кв. футов торговых площадей, а также имеют расположенные рядом торговые площадки под открытым небом для продажи товаров и проведения сезонных демонстраций продукции.

Если до этого существовало общее мнение о том, что перемены, происходившие в течение предшествующих трех десятилетий, в целом оказали положительный эффект на независимые компании закрытого типа, относящиеся к этой отрасли, то появление крупных торговых центров-складов буквально потрясло рынок во всех частях страны, где были развернуты такие центры. Стремительный рост этих центров привел к закрытию ряда крупных независимых компаний, в том числе Rickles, Handy Andy, O'Malley и Central Hardware, а некоторых крупных участников рынка строительных материалов наподобие Payless/Fuggows, которые 10 годами ранее числились в лидерах, вынудил объявить о своем банкротстве.

Тенденция к укрупнению и более узкой специализации предприятий, предлагающих относительно дорогую продукцию, такую как оконные рамы и двери, ставит традиционного дилера, занимающегося торговлей строительными материалами, в некое промежуточное положение: такие дилеры не обладают достаточными возможностями для того, чтобы удовлетворять спрос на широкую номенклатуру товаров, что стало привычным для покупателя материалов «Сделай сам», и недостаточно развиты (или эффективны) для того, чтобы заниматься только бизнесом, ориентированным на подрядчиков. Эта ситуация напоминает то положение, которое складывалось в переходные периоды в других отраслях розничной торговли, в том числе в сферах розничной торговли бакалейными продуктами, дилерской продажи автомашин, торговли бензином через автозаправочные станции и т.д.

Возможно, определенное влияние на рассматриваемую отрасль оказал прогноз, предвещающий сокращение жилищного строительства в течение будущего десятилетия, поскольку почти половина продаваемых строитель-

ных материалов предназначена для строительства новых зданий. Сокращение спроса на строительные материалы окажет результирующее воздействие на объемы продаж и прибыли дилеров. Одним из таких последствий станет обострение конкуренции за каждый доллар продаж, что приведет к снижению цен и валовой прибыли, поскольку потребителям будут предложены новые услуги (например, более удобные и более частые поставки, а, возможно, и более льготные условия продажи стройматериалов в кредит). В результате увеличатся расходы продавцов и снизится их валовая прибыль, что в совокупности неизбежно приведет к снижению итогового уровня прибыли. В этой связи оценщики или покупатели должны следить за демографической ситуацией и знать господствующие на рынке тренды, оказывающие влияние на деятельность конкретной компании. Единственным лучом надежды для мелкого дилера, обслуживающего небольшие компании по строительству/реконструкции зданий, является ожидаемое продолжение увеличения спроса в этой сфере, поскольку все большее число семей решает заняться улучшением своих домов вместо того, чтобы строить или покупать новое жилье.

В долгосрочной перспективе компании рассматриваемой отрасли, имеющие прочные позиции на рынке, имеют хорошие шансы на выживание, поскольку в отличие от отраслей, занимающихся производством и продажей предметов роскоши (например, модной одежды), этот бизнес обслуживает одну из базовых потребностей населения. Человеку свойственно поддерживать в хорошем состоянии и сохранять самое ценное достояние — свой дом, поэтому будущее отрасли в долгосрочной перспективе выглядит стабильным.

Отраслевые статистические данные

Для того, чтобы составить общее представление о последних тенденциях в развитии отрасли, и перед тем, как углубиться в вопросы оценки работающих в ней компаний, давайте рассмотрим данные, содержащиеся в Таблицах 31.1 — 31.3. В данных таблицах приводятся статистические данные, взятые из исследования «Обзор издержек, связанных с ведением бизнеса» за 1997г. (Cost of Doing Business Survey), изданного Национальной ассоциацией дилеров по продаже пиломатериалов и строительных материалов (National Lumber and Building Material Dealers Association — NLBMDA). (Полный текст этого отчета, стоимость которого составляет 375 долл., можно получить, обратившись по телефону 202-547-2230).

Определения, имеющие существенное значение для оценки

Центром торговли материалами для строительства и ремонта жилья называется торговое предприятие, продающее материалы и изделия из дерева (пиломатериалы определенных размеров, деревянные панели, деко-

Таблица 31.1. Обобщенные финансовые результаты деятельности

	Типичный дилер — член NLBM-DA	Дилер, ориентированный на обслуживание мелких потребителей	Дилер, ориентированный на обслуживание разных потребителей	Дилер, ориентированный на обслуживание подрядчиков
Генерал. объем продаж	\$8,000,739	\$3,232,795	\$6,580,000	\$8,685,867
КОЭФФИЦИЕНТЫ СРАВНЕНИЯ КСН МОДЕЛИ ПРИБЫЛИ				
Маржа прибыли (до вычета налогов)	2,2%	2,9%	2,5%	2,1%
Оборот активов	2,8	2,3	2,8	2,9
Рентабельность активов (до вычета налогов)	6,2%	6,7%	7,0%	6,1%
Отношение акционерного капитала к заемным средствам	1,8	1,5	1,7	1,9
Рентабельность ссуженных активов на миллион общедоступности (до вычета налогов)	11,2%	10,0%	11,9%	11,6%
ОТЧЕТ О ДОХОДАХ				
Чистый объем продаж	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Собственность приобретенных товаров	75,6	73,0	75,0	76,1
Валовая прибыль	24,4	27,0	25,0	23,9
Фонд заработной платы и пособий	14,7	15,0	15,1	13,9
Расходы на аренду	2,1	3,2	2,0	2,2
Все прочие операционные расходы	5,3	5,9	5,5	5,3
Совокупные операционные расходы	22,1	24,1	22,6	21,4
Операционная прибыль	2,3	2,9	2,4	2,5
Прочие доходы/расходы	-0,1	0,0	0,1	-0,4
Прибыль до вычета налогов	2,2%	2,9%	2,5%	2,1%
ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ				
Отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам	2,4	4,0	2,9	2,1
Отношение текущих активов (минус запасы) к текущим пассивам компании	1,1	1,7	1,1	1,1
Отношение кредиторской задолженности к стоимости товарно-материальных запасов	38,3%	27,8%	31,6%	45,1%
Срок погашения кредиторской задолженности (кв. во дней)	22,6	25,0	21,9	23,2
Отношение задолженности к собственному капиталу компании	0,8	0,5	0,7	0,9
Отношение дохода до вычета процентов и налогов (EBIT) к совокупной стоимости активов	8,4%	9,0%	9,2%	8,7%
Коэффициент покрытия процентных платежей	3,8	3,9	4,1	3,3
КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ				
Средний срок ликвидации инвентарей (кв. во дней)*	47,1	48,1	43,0	48,0
Оборачиваемость товарно-материальных запасов	5,6	4,2	5,0	6,3
Период хранения товарно-материальных запасов (кв. во дней)	65,2	86,9	73,0	57,9
Рентабельность товарно-материальных запасов (на базе валовой прибыли)	178,1%	159,3%	170,0%	198,4%
КОЭФФИЦИЕНТЫ Роста И ДОСТАТОЧНОСТИ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ				
Индекс потенциала роста (GRI)	7,5%	10,0%	8,9%	7,5%
Цикл обращения наличных средств (кв. во дней)	89,7	110,0	94,1	82,7
КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ ТРУДА РАБОТНИКОВ				
Общее число работников на условиях полной занятости	32	21	32	35
Объем продаж в расчете на одного работника	\$236 209	\$158 683	\$203 250	\$253 333
Валовая прибыль в расчете на одного работника	\$57 043	\$46 010	\$50 020	\$61 330
Фонд заработной платы в расчете на одного работника	\$32 311	\$25 979	\$29 068	\$35 789
Коэффициент производительности труда на одного работника	60,2%	55,6%	60,4%	58,2%

* Отношение поступлений к изначальным за определенный период к среднесуточным продажам (в днях) показывает, сколько в среднем дней требуется для превращения поступлений в наличные средства — Прим. Переводчиков

Таблица 31.2 Дилеры, ориентированные на обслуживание мелких потребителей

	Дилер, ориентированный на обслуживание мелких потребителей	Дилер, ориентированный на обслуживание мелких потребителей, имеющий высокую прибыль	Объем продаж менее 4 млн долл.	Объем продаж свыше 4 млн долл.
БАЛАНС				
Активы:				
Наличные средства и денежные денежные бумаги	11,6%	19,7%	9,0%	10,0%
Долгосрочная задолженность	17,3	15,5	16,0	17,5
Товарно-материальные запасы	39,2	35,1	42,0	38,5
Другие текущие активы	2,1	1,4	4,1	0,9
Сниженная стоимость текущих активов	70,2	71,7	71,1	66,9
Фиксированные долги, прочие активы	29,8	28,3	28,9	33,1
Сниженная стоимость активов	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Пассивы и чистая стоимость компании				
Кредиторская задолженность (поставщикам)	10,9%	4,4%	8,2%	15,3%
Векселя к оплате	2,9	0,0	2,1	1,4
Другие текущие пассивы	3,6	4,7	3,0	4,5
Совокупная стоимость текущих пассивов	17,4	9,1	13,3	21,2
Долгосрочная задолженность	15,9	0,0	15,3	16,3
Чистая стоимость	66,7	90,9	71,4	62,5
Суммарная обязательная и чистая стоимость компании	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ				
Отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам	4,0	7,9	5,3	3,2
Отношение текущих активов (минус запасы) к текущим пассивам компании	1,7	3,9	1,9	1,3
Отношение кредиторской задолженности к стоимости товарно-материальных запасов	27,8%	12,5%	19,5%	39,7%
Срок погашения кредиторской задолженности (кол. во дней)	25,0	9,0	19,3	31,4
Отношение задолженности к собственному капиталу компании	0,5	0,1	0,4	0,6
Отношение долга до уплаты процентов и налогов (EBIT) к совокупной стоимости активов	9,0%	18,5%	7,6%	12,1%
Коэффициент покрытия процентных платежей	3,9	33,0	3,6	4,5
КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ				
Прибыль за плановый (в процентах от совокупного объема продаж)	44,0%	30,0%	40,0%	
Средний срок выкассации поступлений (кол. во дней)	45,1	31,5	51,7	
Оборачиваемость товарно-материальных запасов	4,2	4,4	3,8	
Период хранения товарно-материальных запасов (кол. во дней)	86,9	83,0	96,1	
Отношение объема продаж к стоимости товарно-материальных запасов	5,9	5,9	5,1	
Рентабельность товарно-материальных запасов (на базе валовой прибыли)	159,3	152,9	156,1	
КОЭФФИЦИЕНТЫ РОСТА И ДОСТАТОЧНОСТИ НАЛИЧНЫХ СРЕДСТВ				
Низкое потенциальное роста	10,0%	22,1%	7,6%	19,2%
Цикл оборота наличных средств (кол. во дней)	110,0	105,5	128,5	72,4
Отношение наличных средств к текущим обязательствам	66,7%	216,5%	67,7%	47,2%
Срок оплаты счетов (кол. во дней)	52,3	93,1	36,0	56,4
Отношение объема продаж к оборотному капиталу	5,4	4,1	4,0	6,9
ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТЬ ТРУДА РАБОТНИКОВ				
Число работников на условиях полной занятости	21	25	15	76
Объем продаж в расчете на одного работника	\$158 683	\$222 909	\$145 629	\$222 000
Валовая прибыль в расчете на одного работника	\$46 010	\$53 545	\$43 906	\$50 200
Фонд заработной платы в расчете на одного работника (включая пособия)	\$25 979	\$28 013	\$24 157	\$25 200
Заработная плата в расчете на одного работника	\$22 058	\$22 512	\$21 372	\$22 900
Расходы на заработную плату (в процентах от объема продаж)	15,0%	15,7%	17,5%	13,8%
Коэффициент производительности труда работников	55,6%	50,6%	57,2%	58,8%
Число торговых сотрудников на условиях полной занятости	11	14	6	30
Объем продаж в расчете на одного торгового сотрудника	\$401 718	\$416 910	\$329 709	\$547 000

Таблица 31.3 Дилеры, ориентированные на обслуживание подрядчиков

	Дилер, ориентированный на обслуживание малых потребителей	Дилер, ориентированный на обслуживание малых потребителей, имеющий высокую прибыль	Объем продаж 2 млн долл	Объем продаж от 2 млн до 4 млн долл	Объем продаж от 4 млн до 6 млн долл
БАЛАНС					
Активы					
Наличные средства и рыночные ценные бумаги	3,4%	5,8%	4,3%	3,8%	3,9%
Дебиторская задолженность	36,9	38,3	29,9	27,5	38,8
Товарно-материальные запасы	36,9	35,8	41,1	41,5	37,6
Другие текущие активы	2,0	2,3	0,3	1,6	0,9
Совокупная стоимость текущих активов	78,9	82,2	76,2	74,4	81,2
Финансирующие долгосрочные активы	21,1	17,8	23,8	25,6	18,8
Совокупная стоимость активов	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
Пассивы и чистая стоимость компании					
Кредиторская задолженность (поставщикам)	16,5%	16,0%	15,0%	16,4%	20,1%
Векселя к оплате	14,9	9,7	13,0	5,0	18,2
Другие текущие пассивы	5,6	5,7	1,4	3,7	4,4
Совокупная стоимость текущих пассивов	37	31,4	29,4	25,1	42,7
Долгосрочная задолженность	10,4	6,1	8,1	5,2	11,8
Чистая стоимость	52,6	62,5	62,5	69,7	45,5
Суммарные обязательства и чистая стоимость компании	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%
ФИНАНСОВЫЕ КОЭФФИЦИЕНТЫ					
Отношение оборотного капитала к краткосрочным обязательствам	2,1	2,6	2,6	3,0	1,9
Отношение текущих активов (минус запасы) к текущим пассивам компании	1,1	1,4	12,0	1,2	1,0
Отношение кредиторской задолженности к стоимости товарно-материальных запасов	45,1%	44,7%	36,0%	39,5%	53,5%
Срок погашения кредиторской задолженности (кол. во дней)	23,2	21,8	29,0	27,3	22,6
Отношение задолженности к собственному капиталу компании	0,9	0,6	0,6	0,5	1,2
Отношение дохода до уплаты процентов и налогов (EBIT) к совокупной стоимости активов	8,7%	16,7%	11,2%	6,2%	8,6%
Коэффициент покрытия процентных платежей	3,3	9,0	2,9	3,3	2,4
КОЭФФИЦИЕНТЫ ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТИ АКТИВОВ					
Прибыль за период (в процентах от совокупного объема продаж)	10,0%	7,0%	10,0%	19,0%	10,0%
Средний срок ликвидации поступлений (кол. во дней)	48,0	45,3	44,1	45,7	48,2
Оборачиваемость товарно-материальных запасов	6,3	7,2	4,6	5,0	6,9
Период хранения товарно-материальных запасов (кол. во дней)	57,9	50,7	79,3	73,0	52,9
Отношение объема продаж к стоимости товарно-материальных запасов	8,3	9,5	6,1	6,7	9,3
Рентабельность товарно-материальных запасов (на баз. валовой прибыли)	198,4%	225,1%	156,8%	172,9%	211,0%
ПРОИЗВОДИТЕЛЬНОСТЬ ТРУДА РАБОТНИКОВ					
Число работников на условиях полной занятости	35	35	7	14	19
Объем продаж в расчете на одного работника	\$253 333	\$302 933	\$188 088	\$223 884	\$256 000
Валовая прибыль в расчете на одного работника	\$61 330	\$69 828	\$46 189	\$55 831	\$58 600
Фонд заработной платы в расчете на одного работника (включая пособия)	\$35 789	\$37 310	\$24 070	\$31 008	\$35 200
Заработная плата в расчете на одного работника	\$30 365	\$31 990	\$21 471	\$26 985	\$31 600
Налог на заработную плату (в процентах от объема продаж)	13,9%	12,4%	14,3%	15,1%	14,0%
Коэффициент производительности труда работников	58,2%	52,3%	55,6%	58,5%	61,7%
Число торговых сотрудников на условиях полной занятости	9	10	2	5	6
Объем продаж в расчете на одного торгового сотрудника	\$1 021 037	\$1 153 208	\$701 176	\$681 668	\$850 000

ративные деревянные изделия) и различные строительные металлические детали, инструменты и приспособления и/или другие бытовые товары и материалы для отделки помещений. У таких центров значительную долю продаж (по меньшей мере, 60%) составляют материалы, которые предназначены для потребителей, выполняющих строительные или ремонтные работы собственными силами.

Центром-складом материалов для строительных и ремонтных работ считается торговое предприятие с ассортиментом продаваемой продукции, сходной с ассортиментом товаров простых центров торговли материалами для строительных и ремонтных работ, однако, в отличие от последних, доля товаров, предназначенных для потребителей, которые выполняют строительные или ремонтные работы собственными силами, составляет в них около 90% объема продаж.

Лесным складом или предприятием по продаже пиломатериалов называется предприятие, занимающееся продажей пиломатериалов и других основных строительных материалов, таких как отделочные и кровельные материалы, окна и двери (значительную долю продаж у таких предприятий составляют рамы, переплеты и отделочные материалы). Такие компании также поставляют строительные металлические изделия — замки, дверные приспособления, инструменты, а также клеящие составы и т.д. Преобладающая доля продаж таких предприятий (по меньшей мере, 75%) приходится на строительные компании.

Магазином по продаже скобяных товаров и металлоизделий называется магазин, торгующий разнообразными металлическими изделиями, инструментами, различными бытовыми товарами и отделочными материалами.

Большинство предприятий первой и последней из перечисленных категорий относятся к группе предприятий, занимающихся оптовыми закупками металлоизделий, тогда как компании, торгующие пиломатериалами и строительными материалами, относятся к группе предприятий, специализирующихся на закупке пиломатериалов и строительных материалов.

Кроме того, рассматриваемую отрасль в целом обслуживают оптовые торговые склады, расположенные в окрестностях всех крупных городов. Эти склады по заявке дилеров оперативно поставляют им пиломатериалы, металлоизделия и строительные материалы, доставляя их один-два раза в неделю. Счета-фактуры на оплату сделанных дилерами закупок обычно выставляются один или два раза в месяц.

Специфические аспекты

Лесным складам требуется значительный объем капитала для создания крупных, дорогостоящих товарно-материальных запасов, при том, что цена на некоторые позиции из этих запасов бывает подвержена существенным колебаниям. Кроме того, работа со строительными подрядчиками сопряже-

на с наличием значительной дебиторской задолженности. Большую часть стоимости активов лесных складов составляет стоимость материальных активов, таких как товарно-материальные запасы, недвижимость, дебиторская задолженность и оборудование. Даже если бизнес можно отнести к числу достаточно успешных компаний по меркам отрасли, лишь очень небольшая часть стоимости компании в целом приходится на нематериальные активы — такие как, например, реализуемый «гудвилл», клиентская база и т.д., поскольку многие дилеры получают среднюю или очень небольшую прибыль.

Значительную часть совокупных активов типичного лесного склада или центра торговли материалами для строительства и ремонта жилья составляют его товарно-материальные запасы, поэтому показатели, относящиеся к товарно-материальным запасам, и меры, предпринимаемые для контроля величины валовой прибыли, могут оказывать значительное воздействие на показатели баланса и отчета о доходах. Вследствие этого крайне важно, чтобы в таких компаниях применялись компьютерные системы, позволяющие вести перманентный учет товарно-материальных запасов и своевременно, на ежедневной основе получать информацию о величине валовой прибыли.

Кроме того, необходимо обеспечить ежегодную инвентаризацию товарно-материальных запасов с проведением физического подсчета имеющихся в наличии товаров. Как и в других компаниях, имеющих большие товарно-материальные запасы, в рассматриваемом бизнесе в периоды высокой инфляции часто применяется метод оценки стоимости товарно-материальных запасов по методу LIFO («последним куплен — первым продан»). Применение этого метода позволяет избежать фиктивного роста стоимости товарно-материальных запасов и получения дезориентирующих данных о величине прибыли.

К факторам риска, которые следует учитывать при определении стоимости предприятий по торговле пиломатериалами, относятся факторы, связанные с использованием подземных резервуаров для хранения горючего, перевалкой опасных материалов, использованием мощных пил и деревообрабатывающего оборудования, а также факторы, связанные с требованиями по сертификации в соответствии с Законом об охране труда и выдачей лицензий на право управления грузовыми машинами.

Источники информации об отрасли

Основные отраслевые издания:

Название публикации	Ассоциация/издатель
<i>Building Material Retailer*</i>	Национальная ассоциация дилеров по торговле пиломатериалами и строительными материалами (NLBMDA), тел. 612-544-1597

<i>National Home Center News Do-It-Yourself-Retailing</i> ⁴	Lebhar-Friedman, тел. 212-756-5228 Национальная ассоциация розничной торговли металлоизделиями (NRHA), тел. 317-290-0338
<i>Pro Sales</i>	Hanley-Wood, тел. 202-736-2307

⁴ Пользуется поддержкой национальной отраслевой ассоциации

У компаний, занимающихся торговлей лесными и строительными материалами, есть только одна отраслевая торговая ассоциация — Национальная ассоциация дилеров по торговле лесными и строительными материалами (NLBMDA). Членами этой организации, штаб-квартира которой находится в Вашингтоне, округ Колумбия, являются 23 ассоциации отдельных штатов и регионов. Кроме того, существует еще Национальная ассоциация розничной торговли металлоизделиями (NRHA) со штаб-квартирой в Индианаполисе, штат Индиана. Эта организация объединяет 18 ассоциаций, действующих на уровне штатов и регионов.

Продажа лесного склада или центра торговли материалами для строительства и ремонта жилья

Владельцы лесных складов и центров торговли материалами для строительства и ремонта жилья чаще всего продают свой бизнес по причине преклонного возраста, желания отойти от дел, или же потому, что члены их семей не интересуются бизнесом, либо не имеют возможности или неспособны взять на себя управление компанией. Лишь очень немногие продают свой бизнес по другим причинам, например, вследствие прекращения действия льгот по налогообложению, нехватки капитала и т.д. Все большее число компаний, выставляемых на продажу, не привлекает покупателей и просто ликвидируется. Причинами этого бывает слишком маленький размер компании, низкая эффективность, или отсутствие прибыли.

Лесные склады по большей части приобретают компании, уже ведущие торговлю лесными и строительными материалами, которые стремятся расширить границы контролируемого ими рынка и тем самым получить дополнительный синергетический эффект от использования нового предприятия, или же хотят снизить конкуренцию в данной области. Эти покупатели — люди, весьма искушенные в делах. Они часто производят оплату наличными средствами и обычно приобретают только активы, причем по стоимости, приближающейся к ликвидационной. Исключение составляют лишь те случаи, когда продаются компании, имеющие высокую прибыль (доходность продаж на уровне от 5% до 10%) За «гудвилл» таких компаний покупатели платят суммы в размере, равном доходам этих компаний (до вычета налогов) за один-два года, чаще всего в форме соглашения о неучастии в конкуренции и др.

Мелкие компании по торговле строительными материалами иногда продаются их владельцами самостоятельно. Большинство собственников, приняв решение продать свои компании, извещают об этом свою местную ассоциацию дилеров, и случается, что связь с покупателем осуществляется через эту ассоциацию. Однако необходимо отметить, что ассоциации не оказывают посреднических услуг, и вся ответственность за оформление документации, ведение переговоров и т.д. лежит на покупателях, продавцах и их поверенных. Компании, имеющие активы стоимостью свыше 500 тыс. долл., чаще всего ищут покупателей через агентов по продаже компаний. Комиссия, выплачиваемая агентам за их услуги, вполне стандартна 5% — 10% от цены продажи мелких компаний, т.е. компаний, чистая стоимость или стоимость активов которых составляет менее 1 млн. долл. За посредничество при продаже более крупных компаний ставка комиссии обычно меньше, в пределах 2% — 5%.

Иногда продавец предлагает определенные условия, касающиеся недвижимости. В некоторых случаях на рассмотрение предлагаются опционы по приобретению недвижимости за оговоренную сумму в определенный момент в будущем, с зачетом некоторой части арендных платежей при определении цены приобретения.

Прежде, чем выставлять на продажу лесной склад или центр по торговле материалами для строительных и ремонтных работ, следует сделать следующее:

1. Реконструировать финансовые отчеты так, чтобы они отражали реальную эффективность бизнеса. Обычно покупатели хотят ознакомиться с результатами деятельности компании за последние пять лет. Как и при продаже компаний, работающих в других отраслях, отчеты, прошедшие аудиторскую проверку, гораздо более надежны, чем только проанализированные или скомпилированные отчеты.
2. Исключить непроизводительные активы из баланса для того, чтобы улучшить коэффициенты, характеризующие деятельность компании, и показатель рентабельности активов. Возможно, самое главное — продать устаревшие или некондиционные товарно-материальные запасы со скидкой или ликвидировать их. Владелец выставленной на продажу компании следует уделить самое пристальное внимание отчетам об оборачиваемости товарных запасов. Многие дилеры проводят распродажу товарных запасов со скидкой раз в году, тогда как у других дилеров секции уцененных материалов открыты круглый год. Кроме того, необходимо предпринять энергичные меры по получению дебиторской задолженности или, в конце концов, списать ее.
3. Проследить за тем, чтобы помещения и строения были приведены в порядок и находились в чистом и аккуратном состоянии. Дилеры, торгующие пиломатериалами, часто пренебрегают порядком на сво-

их складах, однако его обеспечение достаточно важно, если они хотят получить за свои предприятия максимальную цену.

4. Подыскать пользующегося хорошей репутацией оценщика компаний, предпочтительно специалиста, который хорошо знает рассматриваемую отрасль и может подготовить квалифицированный отчет об оценке. Результаты оценки, изложенные в отчете, должны исключить все догадки и предположения, на которые полагаются столь многие продавцы. Обычно продавцы произвольно назначают чрезмерно высокую цену, чтобы «не упустить своего», а затем обнаруживают, что потратив много сил (и убив много времени) на поиск покупателей, они не могут заключить сделку. Зачастую, обрета такой опыт и постепенно снижая цену, продавцы узнают подлинную стоимость своих компаний. Оценка бизнеса устранит излишние потери времени и расходы, связанные с этой ситуацией.

Как только определена цена предложения, дилер, продающий свое предприятие, может искать потенциальных покупателей среди своих работников или конкурентов. Для некоторых крупных дилеров отличный механизм продажи бизнеса работникам может дать схема ESOP (план включения работников в число акционеров компании). Кроме того, потенциальному покупателю могут выявить несколько личных встреч с активными конкурентами. Но если в течение примерно месяца владельцу предприятия не удастся прийти к соглашению с работником или работниками продаваемого предприятия или с одним из конкурентов, мы рекомендуем ему связаться с квалифицированным агентом по продаже компаний. Если выставленный на продажу бизнес сравнительно невелик (т.е., имеет объем продаж, не превышающий 2 млн. долл.), владелец может связаться с агентом, работающим на местном рынке и хорошо знающим местных покупателей. Если бизнес крупнее, то надо выбрать агента, имеющего контакты на региональном и общенациональном уровне.

Как правило, агент по продаже компаний готовит презентационный пакет для выставяемой на продажу компании, в котором рассматриваются различные аспекты деятельности компании и ее показатели. Презентационный пакет позволяет потенциальному покупателю быстро определить, заинтересован ли он в приобретении данного предприятия или нет, а также дает агенту возможность акцентировать внимание на достоинствах продаваемой компании.

Презентационный пакет включает следующие разделы:

- Краткая история компании
- Краткое описание деятельности компании
- Обобщение финансовых данных за последние 5 лет.

Помимо подготовки этого документа, использование услуг агента имеет для владельца еще несколько преимуществ по сравнению с вариантом, при котором он пытается продать свой бизнес самостоятельно. К числу таких преимуществ относятся:

Конфиденциальность предложения. Это очень важно. Агент может проследить за соблюдением конфиденциальности информации, предотвратив разглашение относящихся к сделке сведений работникам продаваемой компании, поставщикам и конкурентам до момента ее совершения. Агенту всегда следует требовать от потенциального покупателя подписания соглашения о соблюдении конфиденциальности прежде, чем тот получит какую-либо информацию.

Рекомендации по условиям продажи. Агент, хорошо знакомый с данной отраслью, знает как возможных покупателей, так и условия продажи, приемлемые в данной отрасли.

Проверка покупателей. Благодаря тщательной проверке потенциальных покупателей агент может сэкономить владельцу время и нервы и избавить его от разочарований.

Помощь в ведении переговоров. Агент может выступать в роли посредника, предотвращая возможные конфликты между покупателем и продавцом.

Составление проектов договоров купли-продажи. Хотя большинство агентов по продаже компаний не являются юристами и не могут заниматься юридическим оформлением договоров, они, опираясь на свой прежний опыт, могут предоставить образцы таких договоров, тем самым избавив поверенного продавца от необходимости начинать работу с нуля. Это позволит продавцу сэкономить деньги.

Наконец, многие агенты могут обладать квалификацией, необходимой для определения цены выставляемого на продажу бизнеса.

Типичный покупатель

Как уже говорилось, типичные покупатели такого бизнеса — это, как правило, независимые компании, торгующие строительными материалами, которые стремятся увеличить свою покупательную способность и занять более выгодную позицию, что позволит им расширить деятельность и нанять хороших работников, лучше обслуживать данный географический район или, в некоторых случаях, снизить конкуренцию.

Несколько меньшее число компаний этой категории покупают частные лица — например, строители-подрядчики, желающие занять место в данной отрасли и рассчитывающие на использование синергетического эффекта. Поскольку рассматриваемые предприятия отличаются значительной капи-

талоемкостью, лесные склады редко продаются лицам, которые не являются владельцами компаний со сходным родом деятельности. Покупатели этой категории располагают денежными средствами или собственными источниками финансирования, что позволяет им оплачивать сделки в форме наличных средств. Любые формы финансирования сделок за счет продавцов крайне редки.

Очень важно, чтобы новый владелец имел достаточный опыт предпринимательской деятельности; особенно полезно, если у него есть некоторый опыт работы именно в данной отрасли (например, опыт работы на дилера, строительного подрядчика и т.д.). В наше время, в условиях острой конкурентной борьбы, весьма важно и наличие хорошего образования. Короче говоря, чем больше у нового владельца опыта, чем лучше у него образование, тем выше шансы на то, что он освоится и преуспеет в данном бизнесе. Впрочем, человек неопытный, но зрелый и обладающий хорошим деловым чутьем, или испытанный, способный управляющий также могут успешно руководить бизнесом, имеющим хорошие позиции на рынке и приносящим прибыль.

Методы оценки

Оценка компаний, занимающихся розничной торговлей лесными и строительными материалами, сходна с оценкой любых других компаний. Таким образом, основные процедуры и правила, принятые в оценке бизнеса, применимы и в этой сфере.

ПРИМЕЧАНИЕ

В наши намерения не входит предсказание отдаленного будущего независимых лесных складов или центров по продаже материалов для строительства и ремонта жилья, организованных в форме компаний закрытого типа. В то же время важно указать на то, что экономические факторы, в том числе факторы, относящиеся к маркетингу и эксплуатации предприятий, будут оказывать очень сильное давление на компании из числа более мелких. Во многих случаях такие компании будут вынуждены работать на низком уровне прибыли, идти на слияние или же прекращать свое существование — существующая ныне конкурентная среда уже вынудила даже более крупные компании пойти на слияние или ликвидироваться.

Повторяем: эта отрасль претерпевает постоянные изменения. Спад спроса на новое жилье и развитие крупных сетей по торговле лесными и строительными материалами заставляет многих владельцев искать свою нишу, что отделяет их от других дилеров. Стоимость компаний в этой отрасли зависит от нескольких факторов. Возможно, эти факторы стоит располо-

жить в следующем порядке:

1. Каков долгосрочный экономический потенциал в данной сфере торговли? Наилучший метод определения жизнеспособности предприятий в этой отрасли — это изучение данных о разрешениях на строительство, выданных отделами строительной инспекции органов местного самоуправления (например, городских советов).
2. Какова позиция компании в перспективе: есть ли у компании собственная рыночная ниша?
3. Насколько остра конкурентная борьба в настоящее время и как будут действовать конкуренты в будущем?
4. Насколько талантлив руководящий состав компании?
5. Насколько эффективно работала данная компания в прошлом?

При столь нестабильном положении в розничной торговле строительными материалами способность компании, ее руководящего состава и работников адаптироваться к требованиям времени оказывает на стоимость компании большее влияние, чем показатели ее деятельности за прошлые периоды.

Среди покупателей, присутствующих на рынке, сложился консенсус относительно требуемой доходности инвестиций в собственный капитал компании (ROE), которая должна находиться в диапазоне 20% — 30%. Случаи продажи компаний, у которых этот показатель ниже (15%), достаточно редки и касаются компаний с исключительными характеристиками и высокими показателями деятельности. Некоторые покупатели изредка требуют более высокой доходности инвестиций в собственный капитал компании, руководствуясь при этом соображениями риска, прошлых прибылей и ожиданий относительно будущего. Пассивный инвестор будет искать прибыль на инвестированный капитал, равную, как минимум, 25% — 30%, при условии достаточной степени надежности инвестиций.

Согласно оценкам стоимости, выполненным на основе действующих в данной отрасли эмпирических правил, компании, имеющие наиболее приемлемый уровень рентабельности (доходность продаж на уровне 5%), продаются по обоснованной рыночной стоимости совокупных активов, включая стоимость недвижимости, товарно-материальных запасов и оборудования, плюс сумма годовой прибыли, выплачиваемая в форме соглашений о неучастии в конкуренции/оказании консультационных услуг. Цена компаний, имеющих небольшую прибыль, равна обоснованной рыночной стоимости лишь одних активов, а за исключительно рентабельные компании, имеющие доходность продаж на уровне 5% — 10%, дают цены, которые включают надбавки и равны обоснованной рыночной стоимости активов плюс объем доходов до вычета налогов, умноженный на коэффициент до 2 (эти суммы выплачиваются в форме соглашений о продаже «гудвилл» или соглашений

о неучастия в конкуренции и т.д.). Если сравнивать эти цены с ценами компаний открытого типа, то они будут, вероятно, эквивалентны доходам этих компаний после вычета налогов, умноженным на 10 или 12. А если посмотреть на показатели работающих в данной отрасли компаний открытого типа, то значения коэффициента P/E для Home Depot составят 60, для Lowes — 40, для Wickes — 0 - 5, и для Wolohan — 10.

При оценке компаний, работающих в данной отрасли, обычно используют методы описанные далее.

Подход на базе стоимости активов

Подход на базе стоимости активов основан на стоимости замещения активов по текущим рыночным ценам за вычетом величины их износа. Считается, что во многих случаях это один из лучших методов — главным образом, потому, что компании данной отрасли отличаются высокой капиталоемкостью, а подход, основанный на стоимости активов, позволяет учесть эту особенность.

Типичный лесной склад средних размеров, ориентированный на нужды строительных подрядчиков, в среднем имеет объем продаж, равный 5 млн. долл., и балансовую стоимость активов в размере 2 млн. долл. Балансовую стоимость этих активов надо скорректировать, приведя ее к рыночной стоимости, известной также под названием приведенной балансовой стоимости (*adjusted book value* — ABV) или чистой стоимости активов (*net asset value* — NAV). Это делается следующим образом:

Активы	Балансовая стоимость	Рыночная стоимость
Наличные средства	\$150 000	\$150 000
Дебиторская задолженность	\$600 000	\$540 000
Товарно-материальные запасы	\$700 000	\$630 000
Недвижимость	\$400 000	\$500 000
Оборудование	\$150 000	\$200 000
Итого	\$2 000 000	\$2 020 000

Дебиторскую задолженность следует скорректировать так, чтобы она отражала безнадежные долги, не показанные в балансе. Как правило, с дебиторской задолженности, которая не погашена в течение 60-90 дней с момента наступления срока платежа, можно списать 10%. Задолженность, просроченная на 90-120 дней, списывается на 15%, а задолженность, не погашенная в течение срока, превышающего 120 дней — на 20%. Стоимость товарно-материальных запасов должны быть уменьшена с учетом некондиционной, устаревшей или имеющей низкую оборачиваемость продукции. Например, пиломатериалы и фанера при неправильном хранении быстро портятся (деформируются) и имеют очень невысокую рыночную стоимость. Дилеры слишком часто учитывают в своих запасах некондиционный товар.

Такой товар следует уценить или списать по результатам проверки физического состояния запасов и после анализа сведений об оборачиваемости товаров, полученных на основе компьютерной базы данных. Необходимо выявить товары с низкой оборачиваемостью и соответственно уценить их или списать. Среднее для лесных складов списание составляет от 5 до 10% общей стоимости товарно-материальных запасов.

Стоимость недвижимости зависит от конъюнктуры местного рынка недвижимости. Обычно необходимую информацию можно получить у местного оценщика недвижимости. В то же время, при оценке зданий и усовершенствований иногда применяются и эмпирические правила. Например, при оценке отапливаемых и скромно оформленных демонстрационных помещений можно пользоваться ставкой 25 долл. за кв. фут. Цена офисных помещений хорошего качества может быть рассчитана, исходя из ставки 30 долл. за кв. фут. Стоимость современных закрытых и разделенных на секции складских помещений можно оценивать по цене 10 долл. за кв. фут. Если в этих складских помещениях имеются бетонные полы, то к указанной цене за кв. фут прибавляют еще 2 долл. Секции для хранения товаров вне помещений оцениваются по ставке 5 долл. за кв. фут, асфальтовое покрытие — 1,5 долл. за кв. фут и т.д. Для того, чтобы получить рыночную стоимость, из данных показателей необходимо вычесть сумму, отражающую степень износа активов. Оборудование оценивается на основе его рыночной стоимости — соответствующую информацию можно получить из данных о сопоставимых сделках, местных газет и у дилеров, торгующих оборудованием.

Метод сопоставления на основе рыночных данных

Метод сопоставления на основе рыночных данных применяется только при наличии надежной информации о сопоставимых сделках. Однако найти такую информацию крайне трудно. Самыми лучшими данными о сопоставимых сделках располагают агенты, специализирующиеся на продаже компаний, относящихся к рассматриваемой отрасли. При оценке компаний, занимающихся торговлей лесными и строительными материалами, трудно применять действующие в других отраслях эмпирические правила, согласно которым, например, стоимость определяют как величину денежного потока плюс годовая прибыль, или объем продаж, умноженный на 3, и т.д. Это объясняется очень широким диапазоном рентабельности и валовой прибыли компаний данной категории, которые варьируются в зависимости от типа предприятия, а также определяются рыночной стоимостью недвижимости, принадлежащей компании.

Доходный подход

Доходный подход играет важную роль в оценке лесных складов и центров торговли материалами для строительства, обустройства и ремонта жилья, имеющих достаточно устойчивую прибыль. Анализ, проводимый в ходе

оценки этих предприятий, должен включать корректировку отчетов о доходах с целью определения вероятных расходов нового владельца и ориентировочной величины валовой прибыли.

Начинать надо с анализа чистого дохода (или убытка) до вычета налогов. Затем к величине этого дохода следует прибавить все ожидающиеся изменения в валовой прибыли, а также скорректированные суммы расходов. Баланс типичного лесного склада, торгующего пиломатериалами и строительными материалами, может включать такие показатели, как чрезмерно высокая заработная плата (в том числе отчисления владельцу, не участвующему в деятельности предприятия или принимающему участие в его деятельности не в полной мере, получая при этом большее жалование, нежели выполняющий те же функции менеджер), расходы на содержание личных автомобилей, завышенные страховые суммы, чрезмерно высокие арендные платежи, взимаемые владельцем, завышенные расходы на рекламу, клубные взносы, командировочные расходы, представительские расходы, непредвиденные или непериодические расходы или доходы (например, прибыль от продажи активов), расходы, подлежащие капитализации, и расходы, не связанные непосредственно с деятельностью предприятия (например, благотворительные взносы в пользу местного сообщества). Разумный размер жалования, которое получает менеджер рентабельной компании, работающей в рассматриваемой отрасли, составляет 100 тыс. долл. в год.

К величине чистого дохода можно прибавить величину амортизационных отчислений и вычесть резерв на замену активов, что позволит отразить реальное уменьшение стоимости за рассматриваемый период времени. Есть и другой, более простой способ, в соответствии с которым к чистому доходу прибавляется одна треть суммы амортизации.

Одним из самых важных вопросов, которые следует рассмотреть в процессе определения стоимости или цены розничного лесного склада, является вопрос об ожиданиях покупателя или рынка в целом в отношении показателей доходности, а именно о ставках доходности собственного капитала (ROE), инвестированного капитала (ROI — некоторые специалисты также называют этот показатель рентабельностью чистых активов — RONA), или ставке рентабельности активов (ROA). Другими словами, каков надлежащий и приемлемый уровень рентабельности? Существует несколько превосходных источников, из которых может быть получена соответствующая информация. Пожалуй, одним из лучших источников является ежегодник «Отчет об издержках, связанных с ведением бизнеса», выпускаемый Группой планирования прибыли Национальной ассоциации дилеров по торговле лесными и строительными материалами (NLBMDA).

Во-первых, компания должна иметь прибыль, достаточную для удовлетворения потребностей ее владельца (помимо его заработка). Очевидно, что эта прибыль должна быть не ниже доходности альтернативных инвестиций. Во-вторых, компания должна обеспечивать прибыль, достаточную для того,

чтобы ее можно было реинвестировать в бизнес для финансирования дальнейшего развития компании. Наконец, прибыль должна быть достаточной для нейтрализации темпов инфляции. Имея в виду эти критерии, можно определить необходимую рентабельность чистых активов в соответствии с поставленными задачами, как показано в Таблице 31.4.

Подход на основе ликвидационной стоимости

Для большинства лесных складов и центров торговли материалами для строительных и ремонтных работ, не приносящих прибыли, ликвидация является реальной перспективой. Соответственно применение подхода к оценке на основе ликвидационной стоимости оправдано в тех случаях, когда оцениваемая компания имеет низкую прибыль или в течение нескольких лет приносит убытки, а также вследствие конкуренции имеет падающие объемы продаж и сокращающуюся клиентскую базу. Обычно такие компании невозможно продать, и их приходится ликвидировать.

Как правило, опытный ликвидатор, осведомленный о положении дел в розничной торговле лесными и строительными материалами, может при ликвидации добиться получения до 70% стоимости товарно-материальных запасов и осуществить продажу парка транспортных средств и вилочных автопогрузчиков по цене, близкой к оптовой; прочее оборудование обычно сбывают по очень низким ценам. Разумеется, это зависит от качества товарных запасов и оборудования, а также от возможности их реализации на местном рынке (его емкости). Ликвидация компании, расположенной в отдаленном, уединенном месте, может быть достаточно трудной задачей, выполнение которой будет сопряжено с немалыми затратами. Большинство владельцев компаний, относящихся к данной отрасли, могут рассчитывать на получение в результате ликвидации своей компании от 40 до 70% ее обоснованной рыночной стоимости при средней продолжительности процесса ликвидации от 6 до 12 недель.

Некоторые ликвидаторы за свои услуги взимают комиссию в определенном размере или процент от валового объема выручки от продажи (по свое-

Таблица 31.4 Показатели рентабельности чистых активов

Первостепенная задача	Рентабельность чистых активов	Воздействие на эффективность деятельности компании
Выживание	5%	Обеспечивает минимальную рентабельность в долгосрочной перспективе, достаточную для выживания компании.
Сохранение статус-кво	10%	Достаточна для удовлетворения минимальных потребностей владельца, без обеспечения роста или нейтрализации последствий инфляции.
Рост	25%	Позволяет фирме занять позиции, обеспечивающие быстрый рост и увеличение доли рынка за счет вытеснения конкурентов.
Высокая эффективность	40%	Обеспечивает компании положение лидера в отрасли по показателям прибыли.

му выбору), тогда как другие соглашаются на фиксированный процент от валовой выручки от продажи. Обычно размер вознаграждения, выплачиваемого ликвидатору, составляет 10% валовой выручки от продажи имущества плюс компенсация обоснованных расходов, в которые могут входить расходы на найм жилья для проживания членов ликвидационной комиссии, расходы на рекламу и т.д.

Подходы к оценке: обобщение

Выбор одного или нескольких подходов к оценке должен производиться в зависимости от характеристик рассматриваемой компании. Основываясь на опыте, можно сказать, что мелкие лесные склады, имеющие активы на сумму менее 1 млн. долл. и не слишком большие доходы, обычно продаются по цене, равной обоснованной рыночной стоимости активов, без какой-либо надбавки к цене за «гудвилл». Если же компания приносит высокую прибыль, то выплачиваемая за нее цена включает довольно большую премию в размере, скажем, объема доходов до вычета налогов за один-два года. И наоборот, если компания не приносит прибыли, то стоимость ее активов может быть снижена на 10 процентов и более.

Говоря в целом, при оценке крупных лесных складов следует применять доходный подход, возможно, в сочетании с подходом, основанным на стоимости активов. В процессе оценки необходимо провести анализ элементов стоимости в соответствии с приведенными выше пояснениями. Например, рентабельный, жизнеспособный с экономической точки зрения, полностью механизированный и компьютеризованный лесной склад, который работает на процветающем и развивающемся рынке, имеет на нем твердые позиции, не уступая конкурентам свою долю, и имеет руководящий состав, одаренный незаурядными управленческими талантами, можно оценивать в рамках доходного подхода, применяя при этом ставку капитализации, используемую для инвестиций, сопряженных с невысоким риском, на уровне 15% — 20%. Стоимость такой компании можно было бы определена и с помощью затратного подхода. В этом случае стоимость компании может равняться скорректированной балансовой стоимости активов плюс сумма доходов до вычета налогов за один или два года, что позволит учесть крупные инвестиции в активы. Окончательную стоимость можно определить путем расчета взвешенного значения результатов, полученных в рамках обоих подходов, придав величине стоимости, полученной с использованием доходного подхода, удельный вес в размере 70%, а стоимости, полученной в рамках затратного подхода — 30%.

В рассматриваемой отрасли ставки капитализации колеблются от 15% для компаний, приносящих очень высокую прибыль, до 40% и более для компаний, дающих небольшую прибыль. Если оцениваемая компания демонстрирует высокую рентабельность и эффективность на уровне средне-статистических показателей, содержащихся в приведенных выше таблицах,

а прочие показатели ее деятельности равны средним или находятся на уровне выше среднего, то приемлемой можно считать ставку капитализации, равную 20%.

Условия продажи

Как мы говорили выше, в большинстве сделок купли-продажи компаний в рассматриваемой отрасли в качестве покупателей выступают опытные, имеющие доступ к финансовым фондам предприниматели, которые оплачивают полную стоимость компании в форме наличных средств. Как правило, при продаже активов в перечень продаваемых активов включают реализуемые товарно-материальные запасы, оборудование/приспособления и недвижимость, без продажи дебиторской задолженности. В некоторых случаях новый владелец занимается получением дебиторской задолженности в течение нескольких месяцев, иногда взимая за это небольшой процент от суммы взысканной задолженности (примерно 1%). Взысканные суммы еженедельно или ежедневно депонируются на особый счет, принадлежащий продавцу. По истечении установленного срока взысканием дебиторской задолженности, которую не удалось получить новому владельцу, занимается продавец. Мы рекомендуем покупателям ограничить срок взыскания долгов 60 днями, что наилучшим образом соответствует интересам как покупателя, так и продавца. Покупатель может запросить за эту услугу небольшое вознаграждение (в пределах 200 долл. в месяц или 1% от суммы взысканной задолженности).

Нереализуемые товарные запасы, а также запасы, которые не были приобретены покупателем, как правило, распродают до завершения продажи бизнеса с очень большими скидками или же продаются ликвидатору.

Заключение

За время, прошедшее с момента написания этой главы в первоначальном варианте в начале 1990-х годов, США пережили беспрецедентный семилетний период экономического подъема. Никогда с 50-х или 60-х годов XX века экономическая ситуация не была столь благоприятна для столь многих людей, и это продлило жизнь некоторым лесным складам и центрам торговли материалами для строительства и ремонта жилья, которые до начала экономического подъема в 1993 г. еле-еле сводили концы с концами.

С другой стороны, экономический спад может привести к немалому количеству ликвидаций и слияний. Для того, чтобы выжить в условиях спада, требуются высокопрофессиональное руководство и хорошая, надежная рыночная ниша.

Хотя в этой главе мы не стали заниматься анализом деятельности «больших коробок» — огромных торговых центров-складов лесных и других строительных материалов, важно отметить, что они оказали значитель-

ный, а в некоторых случаях просто чрезвычайный эффект на рассмотренную отрасль. Например, компания Home Depot недавно объявила о своем намерении начать работу на рынке мелких центров торговли материалами для строительства и ремонта жилья, развернув удобные для покупателей магазины площадью 30 тыс. кв. футов каждый, т.е. в одну четверть площади современных центров. Это может оказать дальнейшее воздействие на торговлю строительными материалами. Home Depot также ищет каналы выхода на оптовый рынок строительных материалов. Работа на этом рынке, где конкурентная борьба носит более жесткий характер, должна стать нелегким испытанием для этой компании.

В целом розничная торговля материалами для строительства и ремонта жилья — стабильная с многих точек зрения отрасль. Хочу отметить, что в процессе работы мне довелось встретиться с замечательными людьми, работающими в компаниях, относящихся к данной отрасли. Все они — хорошие граждане, хорошие работодатели и хорошие отцы семейств. Их компании играют большую роль в американской экономике, и они могут приносить хороший доход владельцу. Возможно, в будущем, при должном управлении, они смогут предложить занятие и заработок и Вашим детям.

Оценка полиграфических предприятий**ТЕОДОР П. БЕРБАНК (THEODORE P. BURBANK)**

Случайному наблюдателю полиграфические предприятия могут показаться однородной группой, но на практике полиграфическая отрасль уникальна в своем разнообразии. Существует много видов полиграфических предприятий и типографий. Большинство из них относятся к категории относительно небольших компаний, и лишь небольшое количество предприятий можно считать достаточно крупными. Некоторые компании имеют узкую специализацию, но большинство полиграфических предприятий оказывает широкий спектр услуг. Значительный сегмент отрасли составляют компании, работающие по договору франшизы. В целом этот сегмент можно охарактеризовать как зрелую, стабильную и разнообразную отрасль, в которой большая часть компаний принадлежит физическим лицам или контролируется ими, причем большинство предприятий отрасли являются рентабельными.

Разнообразие типов и размеров компаний, составляющих данную отрасль, исключает возможность применения общей для всех предприятий и имеющей смысл формулы определения цены. В то же время, Национальная ассоциация печатников и литографов (NAPL) одобрила Метод оценки стоимости работающего предприятия как метод оценки, рекомендуемый ее членам. Этот метод и другие соображения и будут рассмотрены далее в этой главе.

Несколько слов об оценке

Попытки определить стоимость компании на основании одной лишь финансовой информации подобны попыткам слепца описать слона после того, как он ощупал лишь одну часть тела животного (в нашем случае это будет ознакомление с финансовой стороной дела). Выводы, сделанные в результате этого опыта, можно убедительно отстаивать как точные и основанные на полученных данных. В то же время, описание, составленное зрячим, будет, по всей вероятности, отличаться от описания, сделанного слепцом — и оно будет более точным, поскольку зрячий способен рассмотреть весь объект целиком. Будь финансовые отчеты единственной базой для оценки компаний, такую оценку могли бы выполнять студенты бухгалтерской специальности

первого года обучения.

Однако финансовые отчеты — это не руководства по эксплуатации. На самом деле большую часть финансовых отчетов можно сравнить с детективами, которые обычно порождают больше вопросов, чем ответов. Финансовые отчеты и данные обретают смысл и отражают подлинные возможности объекта оценки и его стоимость только после того, как оценщик вникнет в деятельность компании, поймет особенности ее рыночной ниши и клиентуры, а также выявит преимущества, которыми обладает компания на рынке, ее уникальные возможности, сильные и слабые стороны руководящего персонала и сотрудников, среду, в условиях которой существует компания, условия конкуренции на рынке и т.д.

Главные нефинансовые факторы, оказывающие воздействие на стоимость

Во второй части этой книги рассмотрены различные методологии и эмпирические правила, которые могут быть использованы при определении стоимости бизнеса. Просмотр глав второй части книги позволит читателю ознакомиться с финансовыми расчетами и логическими обоснованиями, которыми, как можно ожидать, могут воспользоваться самые разные покупатели при оценке стоимости полиграфических компаний. Дискуссия в этих главах по большей части разворачивается вокруг финансовых соображений, и повторять сказанное нет необходимости. Вместо этого мы сосредоточим внимание на других частях слона — точнее говоря, на четырех указанных ниже факторах и на том, как они сказываются на стоимости компаний:

- Своевременность принятия решения о продаже компании.
- Типы покупателей, которые могут заинтересоваться полиграфическими компаниями.
- Возможности компании и различные факторы риска, с которыми сопряжено владение компанией.
- Субъективная среда, окружающая компанию, и представления покупателя о будущих доходах.

Принятие решения о продаже компании

Принятие решения относительно продажи жизнеспособной компании — трудный и сложный процесс, сопряженный с эмоциональными переживаниями. Из-за этого многие владельцы зачастую не могут принять решение, которое приходится делать за них. Плохое состояние здоровья, развод, сокращение объема продаж, нехватка оборотного капитала или финансовых ресурсов для расширения бизнеса, требования кредиторов и плохие отношения с работниками очень часто являются симптомами того, что владельцу следовало бы продать компанию, но он не может своевременно на это решиться.

Ничто не остается неизменным. С течением времени бизнес меняется, как меняется и его владелец. В конце концов, требования и потребности бизнеса вступают в конфликт с перспективами и навыками владельца. Чем-то надо пожертвовать. Что будет принесено в жертву — личная жизнь и здоровье владельца или бизнес? Или, возможно, и то, и другое? Оказавшись неспособным принять решение о продаже, владелец бизнеса позволяет принять это решение за него. Результатом этого обычно становится продажа компании по причине возникновения трудностей у владельца или развала бизнеса.

В тех случаях, когда владелец слишком долго тянет с принятием решения относительно продажи своего бизнеса, единственными покупателями, которых он может привлечь, являются отраслевые покупатели — т.е., покупатели из числа уже работающих в данной отрасли, иными словами, владельцы других полиграфических предприятий. К сожалению, такие покупатели обычно платят минимальные цены. Обследование, проведенное Объединением полиграфистов Новой Англии (PINE) показало, что при приобретении компаний покупатели (владельцы других полиграфических компаний) платят, в сущности, только за стоимость активов приобретаемых компаний.

Данные, ежегодно публикуемые журналом Quick Printing, показывают, что на каждое проданное полиграфическое предприятие приходится три закрывшихся предприятия! Самое последнее исследование (январь 1999 г.), охватывающее более 5000 полиграфических предприятий, которые были объектами наблюдения в течение нескольких лет, дало результаты, подтверждающие данные журнала Quick Printing. Означает ли это, что 75% всех полиграфических компаний просто закрываются, а не продаются? Подозреваем, что именно так и происходит, а причина этого, как мы полагаем, состоит в том, что владельцы слишком долго остаются в полиграфическом бизнесе. Неважно, насколько хороша деловая хватка у людей, занимающихся этим бизнесом; дайте только срок — и деловая хватка превратится в мертвую.

Типы покупателей

Любой бизнес может казаться ничего не стоящим одному человеку и в то же время стоить миллионы для другого. Стоимость подобна произведению искусства, которое имеет ценность для того, кто умеет видеть. Это лишний раз подтверждает мудрость изречения «только настоящий покупатель заплатит настоящую цену».

Поскольку полиграфическая отрасль столь разнообразна, она открывает захватывающие перспективы для очень широкого круга потенциальных покупателей. Далее мы дадим обобщенное описание четырех основных категорий покупателей, которые в настоящее время проявляют активность на рынке продаж полиграфических компаний.

СТРАТЕГИЧЕСКИЕ ПОКУПАТЕЛИ

Стратегическими покупателями обычно являются крупные корпорации открытого типа, приобретающие полиграфические компании с целью получения стратегических выгод, таких как увеличение доли рынка, освоение новых технологий и рынков и так далее. При этом внимание стратегических покупателей сосредоточено именно на будущих выгодах, а информацию о результатах деятельности приобретаемых компаний за прошлые периоды такие покупатели используют в качестве основы для составления прогнозов.

Общие критерии

Объем продаж — свыше 20 млн. долл.

Нынешнее руководство должно остаться на предприятии.

Компания должна занимать уникальную рыночную нишу или быть необходимым звеном в стратегии покупателя.

Условия сделки

Условия: Как правило, оплата в форме наличных средств или акций или в виде сочетания обеих форм оплаты

Коэффициент P/E: Существующие цены в целом нельзя обосновать с использованием стандартных методов, и подлинная подоплека решения о назначении цены зачастую известна лишь членам совета директоров корпорации-покупателя. В случаях, когда цены обоснованы, они, как правило, рассчитываются на основе дисконтированного будущего денежного потока.

Тип сделки: Как правило, продажа акций.

Поскольку деятельность стратегических покупателей находится у всех на виду, многие владельцы компаний и их консультанты делают поспешный вывод о том, что лучшими покупателями их предприятий станут конкуренты, поставщики или клиенты. В подавляющем большинстве случаев такая исходная посылка может причинить серьезный вред продаже компании. Отраслевые покупатели — конкуренты, поставщики или клиенты, не преследующие стратегических целей при покупке компании, при определении ее стоимости обычно сосредотачивают свое внимание только на активах. Это особенно касается мелких компаний. При несоблюдении конфиденциальности сделки — утечке информации о намерении продать компанию, клиенты и сотрудники компании впадают в нервозность, конкуренты используют свои преимущества, банкиры и продавцы начинают предполагать самое худ-

шее, что создает угрозу кредитным отношениям... Короче, складывается картина не из приятных. Вызванная этой ситуацией потеря ключевых специалистов, клиентов или кредитных отношений неоднократно приводила к банкротству компаний.

ОТРАСЛЕВЫЕ ПОКУПАТЕЛИ

В отличие от стратегических покупателей, которые уделяют основное внимание вопросам будущей выгоды, связанной с использованием технологии и увеличением доли рынка за счет приобретения компании, покупатели, руководствующиеся финансовыми соображениями, сосредоточивают внимание только на отдельных активах, не желая учитывать стоимость нематериальных активов приобретаемой компании, или ее «гудвилл». Их собственные соображения обычно мешают им признать наличие стоимости сверх стоимости активов. Большинство поверенных, бухгалтеров, владельцев компаний и агентов-новичков в сфере купли-продажи компаний поначалу путают таких покупателей со стратегическими покупателями. Как уже отмечалось, результаты такой ошибки могут быть катастрофическими.

Общие критерии

Отсутствие требований относительно минимального объема продаж.

Руководство фирмы должно остаться только для представления нового владельца клиентам.

Необходимое оборудование должно быть в хорошем состоянии.

Условия сделки

Условия: Выплаты из будущих доходов; широко распространено финансирование сделки продавцом. Полная оплата наличными средствами происходит редко.

Коэффициент P/E: Цена обычно определяется на основе обоснованной рыночной стоимости (FMV) избранных активов.

Тип сделки: Как правило, приобретение активов; в редких случаях — продажа акций компании.

Исследования, проведенные Национальной ассоциацией печатников и литографов (NAPL), Объединением полиграфистов Новой Англии (PINE) и другими организациями, показывают, что покупатели из числа уже работающих в полиграфии платят от 75% до 85% стоимости «действующего предприятия», или чуть больше стоимости активов. Хотя такие цены могут включать в себя известную надбавку к ликвидационной стоимости, они в

сущности равны половине цены, которую, согласно имеющимся в нашем распоряжении базам данных о продаже полиграфических компаний, должны иметь успешные полиграфические предприятия.

В большинстве случаев вариант продажи предприятия покупателям из числа уже работающих в данной отрасли следует рассматривать в последнюю очередь при отсутствии других предложений. Исключение из этого правила составляют следующие случаи:

- Если доходы компании несоизмеримы с инвестированным в нее капиталом.
- Если существуют трудности в передаче новому владельцу опыта, необходимого для эксплуатации предприятия, и у компании отсутствует инфраструктура для продолжения деятельности без участия ее нынешнего владельца.

Предостережение: Если объем продаж компании превышает 20 млн. долл., этот факт сам по себе не означает возможности получить за такую компанию цену, которую уплачивают стратегические покупатели. Разумеется, владельцу предприятия не следует автоматически исключать из рассмотрения в качестве возможных покупателей предпринимателей, уже занимающихся полиграфическим бизнесом.

КВАЛИФИЦИРОВАННЫЙ ИЛИ КОРПОРАТИВНЫЙ ПОКУПАТЕЛЬ

Квалифицированным или корпоративным покупателем может быть инвестиционная группа, располагающая персоналом, обладающим управленческими талантами, а также имеющая в распоряжении внутренние источники финансирования. Кроме того, такие группы имеют налаженные отношения с другими источниками кредитно-финансовых средств или с высокопрофессиональными, высокооплачиваемыми специалистами в области управления бизнесом самого высокого ранга из категории руководителей фирм, входящих в список 500 крупнейших промышленных компаний США, публикуемый журналом *Fortune*. Так же как и стратегические покупатели, инвестиционные группы уделяют основное внимание будущим доходам. Однако в тех случаях, когда для финансирования сделки привлекаются личные средства, торг по ценам ведется менее агрессивно. Корпоративные или квалифицированные покупатели зачастую являются наилучшими, поскольку при определении цены они чаще всего принимают во внимание будущие доходы. Для того, чтобы привлечь таких покупателей, необходимо документально доказать перспективы будущего роста и будущей рентабельности компании на основе внушающих доверие, обоснованных исходных посылок и предположений.

Общие критерии

Объем продаж — от 2 млн. до 20 млн. долл.

Возможно рассмотрение варианта покупки более мелких предприятий, если эти предприятия удовлетворяют требованиям покупателя.

Основной состав руководящего персонала должен остаться на предприятии после его продажи

Условия сделки

Условия:	В редких случаях — полная оплата наличными средствами; как правило, первоначальный взнос в размере 20% — 50%. Размер первоначального взноса варьируется в пределах от одного до двух EBITD (объем доходов до вычета процентов, налогов и амортизационных отчислений). Широко распространены условия о выплатах из будущих доходов и финансирование сделки за счет продавца.
Коэффициент P/E:	От трех до семи EBITD, в зависимости от представлений покупателя относительно степени риска и возможностях предприятия.
Формула «действующего предприятия»:	Элемент стоимости действующего предприятия, представляющий собой «гудвилл» компании, рассчитывается как величина дохода до уплаты налогов, умноженная на коэффициент от 1 до 6 (величина коэффициента зависит от представлений покупателя относительно степени риска, сопряженного с владением предприятием), плюс обоснованная рыночная стоимость активов, которые могут быть переданы покупателю.
Тип сделки:	Как правило, приобретение активов, изредка — продажа акций предприятия.

ПОКУПАТЕЛЬ, РУКОВОДСТВУЮЩИЙСЯ ФИНАНСОВЫМИ СООБРАЖЕНИЯМИ ИЛИ СООБРАЖЕНИЯМИ, КАСАЮЩИМИСЯ СТИЛЯ ЖИЗНИ

Покупателями, руководствующимися финансовыми соображениями или соображениями, касающимися стиля жизни, обычно являются частные лица. Впрочем, в эту категорию могут попасть и квалифицированные покупатели, если им представится соответствующая возможность. Внимание таких покупателей сосредоточено на настоящем, а будущие выгоды и блага рассматриваются ими как потенциальная возможность. При этом эти покупатели исходят из того, что добиться любых улучшений можно лишь за счет собственных усилий, и поэтому они согласны платить только за текущие доходы.

Покупатель, руководствующийся финансовыми соображениями, обыч-

но нуждается в профессиональной подготовке и помощи со стороны руководства компании. И то, и другое включается в цену приобретения. Кроме того, восприятие риска такими покупателями может привести к ограничению объема первоначальных инвестиций в капитал предприятия и к появлению повышенных требований относительно объема финансирования сделки со стороны продавца.

Общие критерии

Объем продаж — до 2 млн. долл.

Бизнес должен соответствовать требованиям покупателя относительно обеспечения соответствующего образа и стиля жизни и предоставления новых возможностей по улучшению деятельности предприятия.

Текущие доходы должны обеспечивать как минимум уровень благосостояния, который позволит покупателю вести привычный образ жизни, а также погашать долговые обязательства, принятые на себя при приобретении данного предприятия, и получать доход на инвестированный капитал.

Руководящий состав должен задержаться в компании для обучения нового владельца и его представления клиентам.

Условия сделки

Условия: Финансирование за счет продавца, с внесением покупателем первоначального взноса в размере 80% — 120% объема дискреционных доходов предприятия

Коэффициент P/E: Объем дискреционных доходов, умноженный на коэффициент от 2 до 4, или обоснованная рыночная стоимость активов плюс объем дискреционных доходов за один или два года

Тип сделки: Как правило, приобретение активов, изредка — продажа акций предприятия

Пример из реальной жизни

Используя в качестве примера одну из компаний из числа наших клиентов, мы использовали методологию, которой, по нашим предположениям, могут воспользоваться покупатели из четырех указанных выше групп при оценке компаний. При этом мы стремились продемонстрировать, как подход покупателей может оказать влияние на стоимость, получаемую в результате оценки. Ниже приведены итоговые результаты расчета стоимости компании с помощью различных методов.

<i>Категория покупателя</i>	<i>Стоимость компании</i>
Отраслевой покупатель	\$164 000
Покупатель, руководствующийся финансовыми соображениями или соображениями стиля жизни	\$425 000
Квалифицированный или корпоративный покупатель	\$725 000
Стратегический покупатель	\$1 250 000

Из книги «Войти в бизнес и выйти из него с успехом» («In & Out of Business Happily») (Parker-Nelson Publishing Shrewsbury, MA, 1977 г.), написанной автором этой главы

Эти результаты получены на базе тех же финансовых отчетов (отчетов о доходах и балансов) с использованием методов оценки, которые разъяснены в главе 2. Эти результаты в очередной раз подтверждают верность изречения «только настоящий покупатель платит настоящую цену».

Возможности и риск

Существует две стороны одной медали. Что одному яд, то другому — лекарство. То, что один человек воспринимает как область риска, другой воспринимает как море возможностей. Бывает даже так, что компания, в которой все не так, как надо, все шиворот-навыворот, оказывается привлекательной для покупателя, уверенного в возможности улучшений при минимальном риске. Следовательно, и для покупателя, и для продавца критически важно определить правильное соотношение возможностей и рисков.

Процесс определения этого соотношения начинается с анализа деятельности самой компании. Ее общую характеристику можно составить на основе обзора рынков, которые обслуживает компания, анализа ее уникальных возможностей, клиентской базы, рыночных преимуществ, маркетинговой деятельности, системы управления, мер контроля, сильных и слабых сторон менеджмента, квалификации персонала, рыночной ниши, операционных коэффициентов, конкуренции и результатов деятельности.

Как правило, требования покупателя как раз и являются обратной стороной медали по отношению к общей характеристике компании. Таким образом, слабые стороны компании представляют собой возможности — ведь в компании слишком много слабых сторон и, соответственно, возрастает количество возможностей. При этом покупатели считают риск минимальным и, соответственно, при определении стоимости компании выбирают более высокие значения мультипликатора. Далее, продавец может передать бизнес в руки покупателя и, будучи уверен в его компетентности, будет готов принять оплату в форме векселя, соглашений, или выплат из будущих дохо-

дов. Когда соотношение рисков и возможностей установлено правильно, то в выигрыше оказываются все стороны.

Субъективное восприятие среды и будущая прибыль

Важно не то, что вы видите, а то, как вы это видите. Спад в экономике региона — положительное это явление или отрицательное? Положительное, если при этом расширяется клиентура. Отрицательное, если главные клиенты сокращают свои заказы или выходят из бизнеса. Вопросы, касающиеся состояния предприятия и его местоположения, вопросы охраны окружающей среды, срок эксплуатации и состояние оборудования, результаты деятельности в прошлом, рынок рабочей силы, политическая обстановка — все это составляет субъективную среду, окружающую любой бизнес. К счастью, полиграфическая отрасль по праву считается стабильной, зрелой, в целом прибыльной, многообещающей и привлекательной с эстетической точки зрения.

Если покупатель отрицательно воспринимает среду, в которой существует компания, то из этого следует, что и представления о будущих прибылях также негативны. Разумеется, противоположное утверждение столь же справедливо. Негативное восприятие означает, что продажа не состоится вовсе или же состоится по низкой цене; позитивное восприятие означает продажу по оптимальной цене.

При определении и оценке будущих перспектив в качестве положительных или отрицательных, самым важным фактором является выбор покупателя. В рассматриваемом выше случае, если Вы правильно выбрали покупателя, то его мнение о приобретаемом предприятии должно быть таким: «На этом предприятии все не так как надо, но именно это и открывает прекрасные возможности за счет усовершенствования его деятельности».

Заключение

Чтобы получить оптимальную цену за компанию или, другими словами, цену, рассчитанную на основе ее стоимости в качестве действующего предприятия, владельцам компаний необходимо принять своевременное решение относительно продажи бизнеса. Нам известно не так много компаний, которые были проданы слишком поспешно. Большинство владельцев компаний затягивают дело, что заканчивается печально: в конце концов, оказывается, что и продавать-то особенно нечего.

Для того, чтобы точно определить стоимость компании, необходимо иметь представление о перспективах покупателей, проявляющих активность на рынке, и понимать мотивы, которыми они руководствуются. Оценщик-консультант, пользующийся своим излюбленным методом оценки, может привести весомые аргументы для его обоснования, но видят ли он пол-

ную картину во всех подробностях (всего слона)?

Покупатели и продавцы должны приложить немалые усилия для достижения надлежащего баланса их интересов. Если результатом переговоров становится назначение оптимальной цены, то покупатель и продавец испытывают чувство законного удовлетворения от хорошо проделанной работы. Покупатель выяснил возможности компании и располагает навыками и ресурсами для получения дохода с использованием этих возможностей и извлечения из них выгоды. Компания процветает. Продавец получает за проданное предприятие полную цену. В выигрыше оказываются все: продавец, покупатель, члены их семей, а также клиенты, сотрудники компании и поставщики.

Оценка «домашнего бизнеса»

ТОМАС Л. УЭСТ (THOMAS L. WEST)

Попытавшись найти информацию относительно оценки домашнего бизнеса, мы столкнулись с огромной массой обрушившихся на нас материалов по самым различным видам бизнеса, которые можно отнести к данной категории. Кроме того, нас буквально завалили советами, с чего следует начать при организации домашнего бизнеса. Выяснилось, что существует несчетное количество книг, брошюр и журналов, посвященных организации домашнего бизнеса и домашнего офиса. Если бы Вам захотелось основать свое собственное дело, которым можно руководить, не выходя из дома, то к Вашим услугам — бессчетное количество источников информации о том, каким образом приступить к делу и что для этого следует предпринять. Однако нам не удалось найти ни одной строчки или услышать что-либо о том, как можно продать свой домашний бизнес или выйти из этого бизнеса каким-либо другим способом. Либо сама концепция оказалась настолько новой (хотя мы знаем, что это не так), или просто не находится желающих продать домашний бизнес, а потому никого и не беспокоит его стоимость. Создается впечатление, что в тот момент, когда приходит время расстаться с домашним бизнесом, владелец просто продаст свой дом, закрывает дело и начинает думать, как жить дальше.

В то же время, в исследовании «Характеристики фирм-работодателей и состава их работников в зависимости от размера фирм», проведенного Администрацией по делам малого бизнеса (SBA), отмечается следующее: «По состоянию на 1992 год из общего числа фирм в США 56,5% составляли компании, изначально зарегистрированные в качестве бизнеса на базе домашнего офиса ... и только небольшая часть компаний этого типа перешла в другую категорию [из содержания исследования видно, что количество компаний, основанных как домашний бизнес, и количество компаний, относящихся к данной категории на текущий момент, практически одинаково]. Также установлено, что количество фирм, относящихся к категории домашнего бизнеса, резко уменьшается по мере увеличения штата работников. Данные по основным отраслям за 1992 год показывают, что наибольшее количество компаний, относящихся к категории домашнего бизнеса, приходилось на строительство (81,9%), а наименьшую часть компаний данной категории

(36,0 %) составляли фирмы, занимающиеся финансами, страхованием и недвижимостью.» С тех пор положение дел сильно изменилось. К сожалению, это исследование, выпущенное в 1997 году, сильно устарело, поскольку оно основано на данных за 1992 год.

Мы полагаем, что исследования, основанные на текущих данных, отразили бы совершенно иную картину состояния домашнего бизнеса. Например, в ходе недавнего исследования, проведенного Wirthlin Worldwide Home Office Trends, Маклин, штат Виргиния, было установлено, что в 1997 году число американцев, имеющих домашний офис, составляло 31 %. Одна треть домашних офисов использовалась для ведения домашнего бизнеса, а остальные использовались для выполнения работы для другого работодателя или же каких-либо других работ. Если в 1992 году более половины компаний в стране относились к категории домашнего бизнеса, то сегодня их количество, несомненно, увеличилось. При этом создается впечатление, что единственный способ выйти из домашнего бизнеса — это обеспечить его успешную деятельность, причем успешную настолько, что придется перемещать бизнес, расположенный дома, на новое место. Однако на самом деле домашний бизнес можно и просто продать, для чего требуется его оценка. Причем продажа домашнего бизнеса — это лишь одна из многих причин, по которым его владельцу может потребоваться определение стоимости своего бизнеса.

Хотелось бы еще раз отметить, что информация по оценке и назначению цен при продаже домашнего бизнеса на данный момент отсутствует, и Вы не найдете даже простых советов, как именно можно «избавиться» от этого бизнеса. Создается впечатление, что все люди, которые в настоящее время занимаются продажей домашнего бизнеса — или по крайней мере те из них, с кем мы имели дело, находятся на стадии поиска покупателей и разработки концепции продажи, и никто из них так не достиг стадии определения «сколько это стоит», не говоря уже о стадии самой купли-продажи. Даже Интернет, со своим огромным информационным полем, до сих пор ограничивается или описанием заманчивых перспектив бизнеса, которым можно руководить из собственного дома, или подборкой материалов по вступлению в ассоциации владельцев домашнего бизнеса, что снова возвращает Вас к обсуждению данного рода деятельности или к инструкциям по организации собственного домашнего бизнеса. Кроме того, как уже говорилось, имеется масса пустопорожней информации по «структурированию домашнего офиса».

Поставив перед собой задачу дать читателям советы по оценке домашнего бизнеса, в процессе нашей работы мы довольно скоро осознали, что пустились в плавание по морям, не отмеченным на карте. Несмотря на то, что многие общеупотребительные подходы к оценке могли бы применяться и в этой области, домашний бизнес обладает многими уникальными особенностями. Но перед тем, как исследовать эти особенности и попытаться найти

возможные способы разрешения проблем, связанных с оценкой бизнеса данной категории, полезно будет начать со своего рода исторической справки.

Дом как место для ведения бизнеса

Испокон веков люди работали там же, где и жили. Сотни лет доктора, ремесленники, гробовщики и представители многих других профессий трудились на дому. Даже в наши дни многие похоронные бюро расположены в домах, где живут их владельцы, или же в помещениях, оформленных под жилой дом. Существует целый ряд услуг и видов продукции, которые вызывают большее доверие у клиентов, если они производятся компанией, относящейся к категории домашнего бизнеса. Многие мелкие предприятия в сельской местности, включая профессиональные практики, офисы или мастерские, занимают часть жилого дома. Если Вы путешествовали по Америке, то должны были заметить множество мелких предприятий в сельской местности: мастерские народного творчества, магазины лоскутных и стеганых изделий, ясли и детские сады, парикмахерские и салоны красоты — назовите любой товар или род услуг, и Вы обнаружите, что действительно существует домашнее предприятие, занимающееся производством этого товара или оказанием этой услуги. Домашний бизнес дает возможность превращения собственного хобби, умения и навыков в средство извлечения доходов. Даже рыночные прилавки и ларьки, в которых фермеры торгуют своей продукцией — это не что иное, как «филиал» домашнего бизнеса, да и само фермерское хозяйство, безусловно, следует рассматривать как исторически сложившийся домашний бизнес.

Многие из сельских предприятий, расположенных на дому, обычно связаны с тем или иным «хобби». Но распространение предприятий такого рода не ограничивается сельской местностью; многие компании, принадлежащие к категории домашнего бизнеса, стремятся заработать на каком-либо «хобби» или ремесле. Как отмечается в исследовании «Характеристики фирм-работодателей и состава их работников в зависимости от размера фирм», «доход значительной части самостоятельных работников, а именно 40,4 %, составляет менее 5 тыс. долл., и только 11,1 % этих работников имеет доход свыше 50 тыс. долл.». Далее в исследовании говорится: «Из всех имеющих доход самостоятельных работников, общее число которых в 1996 году составляло 11,3 млн. человек ... 75,1 % имели доход в размере менее 25 тыс. долл. ...».

Получается, что если исходить исключительно из уровня доходов, то при обсуждении вопросов оценки мы можем сразу исключить, как минимум, 50 % предприятий домашнего бизнеса. Понятно, что если нет прибыли, то, скорее всего, нечего и оценивать, если не считать остаточной стоимости приспособлений и оборудования или запасов нереализованной продукции.

И все же не стоит торопиться с выводами. Некоторые небольшие компании домашнего бизнеса, хотя и имеют доходы на указанном выше уровне, занимают весьма привлекательные рыночные ниши. Такие компании работают по свободному или сокращенному графику, но имеют обширные связи и другие преимущества, а также обладают потенциалом развития и увеличения прибыльности бизнеса. Здесь мы должны признать, что наличие потенциала как такового мало чего стоит при проведении оценки. Если нет доходов, то и стоимость очень мала. И все-таки, если взглянуть на фирмы, только недавно появившиеся на рынке «высоких технологий», и на мультипликаторы, на основе которых рассчитывались цены при их продаже ... но это уже совсем другая история.

Возможность работать дома настолько заманчива, что этот рынок привлекает как вполне честных, так и не слишком добросовестных предпринимателей. Многие читатели хорошо знакомы с предложениями работы на дому, из года в год заполняющими страницы газет и журналов: «Станьте миллионером, выращивая дома дождевых червей»; «Займитесь вязанием на дому, а мы купим все Ваши изделия»; «Занимайтесь разведением шиншилл на дому» — этот список бесконечен. К несчастью, большая часть таких предложений надомного предпринимательства не что иное, как надувательство, и получить деньги удастся только тем, кто торгует такого рода проектами. Правительственные структуры постоянно занимаются расследованием подобных случаев. Как следствие, во многих штатах были приняты законы о предпринимательской деятельности, специально направленные против злоупотреблений в области предложения надомной работы и тому подобных схем. Данные законы требуют от компаний, занятых в этой сфере деятельности, прохождения регистрации на уровне штата и предоставления полной информации потенциальному покупателю до момента получения от него какой-либо денежной суммы или любых подписанных документов.

Несмотря на различные ловушки, концепция организации работы на дому не теряет популярности. В рамках недавнего исследования, организованного Национальной ассоциацией компаний, занимающихся домашним бизнесом (NANBB), был проведен опрос респондентов, которые не были заняты в домашнем бизнесе, в ходе которого им задавался вопрос, почему они хотят его организовать. Вот десять наиболее распространенных ответов:

1. Я устал работать на других и хочу использовать свои таланты, открыв собственное дело.
2. Я хочу находиться дома с детьми.
3. Наша семья нуждается в дополнительном источнике дохода.
4. Меня только что уволили с работы и мне нужны деньги.
5. Компания, в которой я работал, сокращает деятельность.
6. Я всегда хотел заняться чем-то подобным, но принял окончательное решение только сейчас.

7. Я умею изготавливать художественные подделки и хочу превратить это занятие в бизнес.
8. Я хочу использовать свой компьютер для дополнительного заработка.
9. Я хочу сменить род деятельности.
10. Я хочу превратить свое хобби в бизнес

Некоторые из этих причин могут быть названы любым человеком, решившим организовать свое дело — не обязательно домашний бизнес. Что касается именно этой категории бизнеса, то, по нашему мнению, основные мотивы, которыми руководствуются люди, выбирающие организацию домашнего бизнеса, относятся к экономической сфере. Этот способ производства исключает многие статьи расходов и издержек, обычно сопутствующих организации собственного дела, или по крайней мере ощутимо снижает их объем.

Прежде всего, отпадает необходимость в аренде помещения и принятии на себя бремени сопутствующих обязательств. Кроме того, не требуется вносить депозиты за установку или пользование коммунальными услугами и телефонными линиями. Компания, расположенная дома, имеет всю необходимую базу — рабочие площади, коммунальные сети, телефонную линию. Для некоторых владельцев решается проблема ухода за детьми. Кроме того, дом олицетворяет безопасность и защищенность, и часто работа дома придает человеку большее чувство уверенности в будущем. Наверное, найдется не так уж и много аргументов против открытия домашнего бизнеса. Если эта схема не сработает, то «закрыть лавочку» не составит большого труда.

Вместе с тем надо сказать, что в конце 1980-х годов сам характер «бизнеса на дому» стал меняться. Это объясняется двумя причинами: во-первых, огромное количество компаний было вынуждено прибегнуть к сокращению масштабов своей деятельности, что привело к резкому увеличению числа безработных; во-вторых, развитие технологии создало неограниченные возможности в сфере коммуникаций. Применение персональных компьютеров позволило всем желающим организовать работу, не выходя из дома. Повсеместное использование получила электронная почта — еще один новый способ коммуникации. И конечно, нельзя не упомянуть роль в развитии домашнего бизнеса, которую сыграло появление факса.

Бизнесмены, потерявшие работу, убедились, что могут давать консультации, пользуясь своим домашним офисом. Некоторые люди обнаружили, что ту работу, которой они занимаются в офисе компании, можно выполнять и у себя дома. Компании также поняли, что часть их сотрудников может заниматься определенными видами работы не в офисе, а дома. Таким образом, появилась довольно большая категория компаний, относящихся к домашнему бизнесу, которые в действительности являются корпоративными рабочими местами, расположенными по месту жительства сотрудника.

Через некоторое время тенденция к увеличению компаний, относящихся к категории домашнего бизнеса, стала оказывать влияние и на другие сферы деятельности. Появилось множество малых предприятий, которые обслуживают предпринимателей, работающих на дому. К таким предприятиям относятся компании по доставке и хранению корреспонденции и некоторые другие вспомогательные службы. Общую картину дополнили первоклассные офисные помещения, задуманные как средство для создания образа крупной и преуспевающей компании и предназначенные для временной сдачи внаем всем, кому требуется помещение для работы или проведения деловых встреч. Такие арендуемые офисы предлагают полный набор услуг, которыми обычно пользуются крупные корпорации. Появилась возможность снять офис или конференц-зал на условиях почасовой оплаты или оплаты фактического времени использования. Таким образом предприниматели, работающие дома, смогли имитировать стиль работы крупных компаний, сотрудниками которых они еще недавно были. Вместо традиционных небольших магазинов канцелярских принадлежностей появились гигантские магазины товаров для офиса. Специально с учетом нужд владельцев малых предприятий были построены универмаги самообслуживания, торгующие товарами по сниженным ценам, такие как «Costco» и «Sam's». Предприниматели могут пользоваться голосовой почтой и другими видами услуг, предлагаемыми телефонными компаниями.

Возможно, решающим обстоятельством, обусловившим создание в США компаний домашнего бизнеса, стало изменение отраслевой ориентации в национальной экономике, где в настоящее время наблюдается особенно интенсивное развитие сектора услуг и информационного обеспечения при снижении роли производственных отраслей.

Несомненные преимущества современных технологий и развитие вспомогательных служб привели к созданию гигантской офисной системы, скрытой от постороннего взгляда. Единственный сотрудник, сидящий дома в джинсах и футболке, может создать иллюзию деятельности гораздо более крупной компании. Телефонные звонки обрабатываются, факсы отсылаются, электронная почта доставляется — все идет своим чередом. Службы доставки, такие как U.S. Postal Service, Federal Express и United Parcel Service гарантируют, что заказанная работа, товары, и вообще все, что необходимо, будет вовремя доставлено клиенту или покупателю.

Сайт Amazon.com — это замечательный пример того, как достижения технологии позволяют добиться успеха без применения традиционных методов торговли, используя лишь «пространство» Интернета. Покупатель, посетивший сайт Amazon.com, оказывается в книжном магазине. Нет, он не может снять книгу с полки и пролистать ее, но он может взглянуть на обложку и ознакомиться с рецензиями и выдержками из книги. Покупатель может сложить книги в «тележку», пройти к кассе и расплатиться, ни с кем не разговаривая и не видя ни одного человека.

Трудности при оценке компаний домашнего бизнеса

American Business Information (ABI) — компания-разработчик одной из самых крупных баз данных, созданных на основе компиляции информации из разных источников, утверждает, что эта база данных содержит сведения относительно почти 1,4 млн. компаний, относящихся к категории домашнего бизнеса. Как сказано в рекламном объявлении ABI, «эта труднодоступная рыночная ниша таит огромное количество возможностей в сфере маркетинга. Компании, действующие на базе домашнего офиса, образуют растущий быстрыми темпами и прибыльный рынок, который трудно сравнить с какими-либо другими видами бизнеса. Учитывая, что многие из этих компаний созданы совсем недавно и все они пока невелики по размеру, такие фирмы постоянно нуждаются в разнообразных товарах и услугах. Эта база данных представляет собой бесценный источник информации о потенциальных возможностях и клиентах для любого предпринимателя».

Несомненно, часть проблем, возникающих при оценке компаний, относящихся к категории домашнего бизнеса, связана с тем, что многие из них только что появились на рынке, невелики по размеру или с тем, что вся их деятельность вращается вокруг личности владельца. Многие из таких предприятий по определению считаются компаниями, но что касается их стоимости, то иногда установить ее представляется практически невозможным. Если отрасль производства занимает очень малую нишу на рынке и деятельность компании требует специальных знаний и навыков, которыми обладает владелец, то ее стоимость может оказаться невелика, если не считать трудового вклада владельца. Оценщик бизнеса, анализирующий деятельность этого конкретного объекта, при определении его реальной стоимости столкнется с серьезными затруднениями.

Бизнес, построенный на использовании талантов отдельной личности, может иметь малую стоимость сам по себе. Но может быть и по-другому. В качестве примера рассмотрим творчество Элвиса Пресли — потребность в «продукции», связанной с его именем, обусловлена только его голосом, харизмой и внешностью. Тем не менее, несмотря на его кончину, а возможно и в результате ее, «бизнес», построенный на его имени, расширился и приносит больше доходов, чем при жизни певца. Хотя деятельность Элвиса не относилась к разряду домашнего бизнеса, его дом в качестве достопримечательности для туристов приносит больше денег, чем получают многие фирмы, расположенные в громадных зданиях. Таким образом, стоимость домашнего бизнеса может основываться на результирующем воздействии однажды проделанной работы.

Приведем примеры реально существующих предприятий домашнего бизнеса и любопытные подробности их деятельности.

- Консультант по недвижимости, работающий на дому, становится владельцем прибыльной практики. Именно благодаря его обшир-

ным знаниям и опыту фирма получает большие доходы. Консультант хочет выйти на пенсию, продав практику. Выясняется, что предоставляемые им услуги носят настолько индивидуализированный, личностный характер, что другой человек с таким же запасом знаний, но не обладающий такими же личными характеристиками, вряд ли сможет удержать прежних клиентов.

- Распространяемый по подписке информационный бюллетень выходит уже 20 лет и приносит неплохую прибыль. Несмотря на то, что бюллетень ориентирован на специалистов конкретной отрасли экономики, он не испытывает конкуренции. Всё, что требуется для этой работы — это наличие сотрудника, обладающего литературными способностями (редактированием занимается другой человек, исправляющий грамматические ошибки и т.д.), желанием изучить данную отрасль и навыками общения с читательской аудиторией.
- Супружеская пара организовала бизнес, представляющий собой фирму по доставке заказов по почте, которая обслуживает узкоспециальную отрасль. Для того, чтобы ускорить доставку заказанных товаров, они всегда имеют их небольшой запас. Они не производят товаров, а действуют как представители производителя. Клиенты получают информацию о предоставляемых услугах через прямую почтовую рассылку, получая далее по запросу специализированный перечень товаров, а также узнают об этой службе на отраслевых торгово-промышленных выставках. Данный бизнес работает на уровне безубыточности, но имеет общенациональную клиентскую базу и накопил обширный список почтовой рассылки. Здесь мы видим массу возможностей по улучшению работы: можно, например, участить рассылку рекламных писем и чаще посещать мероприятия, относящиеся к деятельности отрасли.
- Некий предприниматель, занимавшийся брокерскими операциями в сфере бизнеса в течение многих лет, разработал компьютерную программу для полиграфической промышленности, позволяющую владельцу типографии самостоятельно произвести оценку своей компании. Программа, а также руководство по ее использованию, распространяется с использованием системы прямой почтовой рассылки, а с недавнего времени и с помощью Интернета.

Определение стоимости домашнего бизнеса

Ранее мы упоминали, что одной из причин, по которой проводится оценка домашнего бизнеса, является намерение осуществить его продажу. Другие возможные причины одинаковы для любой отрасли деятельности. К ним, в частности, относятся:

- Определение стоимости имущества
- Развод
- Конфликт между партнерами (и действительно, многие предприятия домашнего бизнеса по форме являются товариществами, не включая сюда супругов)
- Получение ссуды или использование другого вида финансирования
- Продажа бизнеса

Перечень основных факторов, учитываемых при оценке домашнего бизнеса, во многом совпадает с перечнем факторов, обычно анализируемых при оценке любого другого бизнеса. Оценщик должен задать следующие вопросы:

- Как давно работает данная компания?
- К какой отрасли относится компания, и как давно сформировалась данная отрасль?
- Как давно сформировалась данная рыночная ниша и концепция рассматриваемого бизнеса?
- Является ли владелец основателем компании, или он приобрел ее у прежнего владельца?
- Является ли компания рентабельной?
- Насколько данный бизнес зависит от деятельности своего владельца?
- Каковы возможности по передаче данного бизнеса или по смене месторасположения компании?

Давайте рассмотрим эти вопросы по очереди.

Как давно работает данная компания? Как и в других случаях проведения оценки, период функционирования компании является одним из важнейших факторов; обычно, чем дольше существует компания, тем лучше. Тем не менее, нам известна некая компания, относящаяся к категории домашнего бизнеса, которая работает уже более восьми лет, однако доходы ее, к сожалению, оставляют желать лучшего (хотя в работе компании, безусловно, имеются сильные стороны, и поэтому можно рассчитывать на то, что она обладает некоторыми активами, имеющими определенную стоимость помимо той стоимости, которая может быть определена на основе показателей отчета о прибыли и убытках). Время, прошедшее с момента основания, может быть и негативным фактором для бизнеса, если за это время, как в рассмотренном случае, не увеличился объем прибыли

или товарооборот. Тем не менее, подводя итог, следует все же отметить, что период работы компании остается важным показателем в любом случае.

К какой отрасли относится компания, и как давно сформировалась данная отрасль? Компания, о которой мы только что говорили, занимается продажей оборудования и материалов для специалистов, которые выращивают травяное покрытие для площадок для игры в гольф по всей стране. Такие товары продаются через систему заказов по почте, а рассматриваемая компания выступает в качестве представителя производителя и агента по сбыту его продукции. Если бы бизнес, связанный с содержанием площадок для гольфа, действительно пошел на спад, то, видимо, произошел бы и спад в делах рассматриваемой компании. Однако все говорит о том, что индустрия гольфа пошла в гору, что должно сказаться и на обсуждаемом здесь домашнем бизнесе. Таким образом, очень важно определить, существует ли в данной области индустрия или отрасль деятельности как таковая. Если отсутствуют покупатели или клиентская база, бизнеса не существует. Заниматься своим собственным делом достаточно сложно и без того, чтобы еще самостоятельно создавать новую отрасль потребления.

Как давно сформировалась данная рыночная ниша и концепция рассматриваемого бизнеса? Домашний бизнес обычно создается в виде попытки заполнить временную пустоту или, другими словами, рыночную нишу, за счет использования особого таланта, накопленного опыта или навыков владельца. Или же это может быть попыткой заполнить нишу, о существовании которой никто и не предполагал. Компания, упомянутая выше, находится под управлением некой особы, которая не имеет ни малейшего представления о бизнесе, связанном с гольфом, об индустрии, или о каких-либо нишах на рынке. Тем не менее, ее супруг был и есть специалист по газонам или, выражаясь иначе, специалист по дерновым покрытиям. Неплохая комбинация. Чем более строго ориентирован данный бизнес именно на свою нишу, тем более он похож на настоящий бизнес. Однако иногда домашний бизнес, опирающийся на уникальные или специальные знания, трудно оценить именно с учетом этого фактора. И наоборот, бизнес, основанный неким человеком, обнаружившим пустующую нишу на рынке и решившим ее заполнить, не имея порой необходимых для этого знаний, будет иметь более высокую стоимость, чем упомянутая выше компания. После анализа всех этих факторов возникает вопрос, возможно ли в действительности передать бизнес новому владельцу, и насколько легко это сделать? Чем правдивее и точнее будет ответ, тем большую важность приобретет данный фактор для процесса оценки.

Является ли владелец основателем компании, или он приобрел ее у прежнего владельца? Существуют данные, свидетельствующие о том, что большинство компаний, относящихся к категории домашнего бизнеса, были основаны их нынешними владельцами. Права собственности могут переходить к другому члену семьи, но на данном этапе мы не наблюдаем значительной активности на рынке продаж домашнего бизнеса. Если все же нынешний хозяин бизнеса в свое время приобрел его у другого владельца, то это уже будет определенной отправной точкой для оценки.

Приносит ли компания доход? Очевидно, это является главным фактором при оценке любого бизнеса, но в случае домашнего бизнеса данный показатель приобретает критическое значение — и не только по объективным причинам, но и потому, что уровень доходов помогает провести границу между настоящим домашним бизнесом и «надомным хобби». Кроме того, на стоимость компании влияет продолжительность периода, на протяжении которого бизнес приносил доход, и характеристики кривой доходов. Иными словами, необходимо выяснить, происходил ли рост бизнеса равномерно, или успех пришелся на первый год, когда продукция или услуги только что появились на рынке. В то же время, небольшой объем доходов не обязательно означает, что бизнес не имеет стоимости. Сначала Вам необходимо переработать все отчеты (перечисленные позже) и выяснить, присутствует ли в данной структуре денежный поток как таковой. Затем взгляните на бизнес с точки зрения его стоимости в качестве действующего предприятия. Имеются ли списки рассылки, информация, защищенная правом собственности, запасы товаров, база постоянных клиентов? Может ли новый владелец не только принять данный бизнес, но и поднять его до нового уровня? Или же домашний бизнес работает «ни шатко, ни валко», зарабатывая какие-то крохи?

Насколько данный бизнес зависит от деятельности своего владельца?

Здесь мы сталкиваемся еще с одним важным фактором. Если бизнес в такой степени зависит от личности владельца, что его передача покупателю представляется весьма трудной или невыполнимой задачей, то стоимость такого бизнеса может быть мала или ничтожна, особенно на рынке купли-продажи компаний. Порядок цифр может впечатлять, но если передача бизнеса другому лицу оказывается затруднительной, то и стоимость бизнеса может оказаться очень невысокой. С другой стороны, многие владельцы малых предприятий считают себя незаменимыми и уверены, что никто не сможет справиться с их обязанностями, или даже приблизиться к их уровню. Но это, чаще всего, оказывается неверным. Всегда найдется множество талантливых и умелых людей, а людей, которые действительно

незаменимы, — единицы. Таким образом, единственный случай, когда подобные факторы могут влиять на величину стоимости бизнеса — это когда он выстроен исключительно на основе личных взаимоотношений.

Каковы возможности по передаче бизнеса или по смене месторасположения компании? Одним из больших преимуществ, оказывающим влияние на стоимость домашнего бизнеса, является возможность смены месторасположения. И действительно, трудно предположить, что покупатели бизнеса расположатся под одной крышей с прежними владельцами или приобретут вместе с бизнесом и жилой дом. Таким образом, местонахождение в том или ином районе не должно учитываться в качестве определяющего фактора; кроме того, нет необходимости учитывать арендную плату или сроки аренды помещений. Деятельность многих компаний сильно зависит от района, в котором они расположены, и отсутствие такой зависимости в сфере домашнего бизнеса является одним из его главных преимуществ. На самом деле, многие малые предприятия из категории домашнего бизнеса могут быть безболезненно передислоцированы почти в любой регион страны, и лишь очень немногие из них должны располагаться в том же районе или по соседству. Однако, местонахождение оказывается важным фактором для компаний, расположенных в сельской местности, где розничной торговлей или предоставлением услуг преимущественно занимаются хозяева, размещающие свой бизнес в том же доме, где они живут сами. Говоря в целом, компании, относящиеся к категории домашнего бизнеса, в силу характера этого бизнеса редко нуждаются в больших рабочих площадях, товарных запасах, большом количестве оборудования, или в дополнительных усовершенствованиях в арендуемых помещениях или оборудовании.

Финансовая отчетность

Исходная проблема при любой оценке — это наличие финансовой отчетности как таковой, или по крайней мере подходящей для использования. Почти все предприниматели заполняют налоговые декларации, однако данные, содержащиеся в этих документах, трудно оценить с точки зрения функционирования бизнеса. Но так или иначе, налоговые декларации часто оказываются единственными имеющимися в наличии финансовыми документами.

Данные, содержащиеся в финансовых отчетах и/или налоговых декларациях, необходимо скорректировать. На этом этапе Вам следует обратиться к Главе 10, написанной Дэвидом Бишопом, в которой подробно рассказывается о корректировке финансовой отчетности. Но не забывайте, что Дэвид Бишоп не рассматривает вопросов, относящихся к домашнему бизнесу, который имеет свои особенности, которыми нельзя пренебречь. Первой

из них и, возможно, главной, является «списание» на бизнес некоторых издержек, относящихся к домашним расходам. Данная статья, указываемая в налоговой декларации, может стать основным источником «возврата» — т.е., соответствующего увеличения суммы прибыли, заниженной с целью уменьшения налогов. Амортизационные начисления также могут относиться к произведенным владельцем вычетам из прибыли, поэтому необходимо тщательно проверить эти данные. Другим важным фактором, который, возможно, следует учесть при определении финансового положения компании, является практика списания оборудования и принадлежностей. Во многих случаях затраты на такие предметы сразу относятся на статьи расхода вместо начисления амортизации. Покупка новой компьютерной системы может быть связана с большими расходами, но эти расходы могут быть лишь единожды использованы для уменьшения налогооблагаемой прибыли.

Обязательной процедурой при оценке домашнего бизнеса является как можно более точное определение величины денежного потока. Статьи «возврата» могут быть иными, чем для традиционных видов бизнеса. Ведение домашнего бизнеса в значительной степени сопряжено с расходами личного характера, что хорошо видно по некоторым содержащимся в налоговых декларациях статьям расходов, идущих в зачет для уменьшения прибыли. Поэтому проверьте налоговые декларации самым тщательным образом и определите все статьи, которые должны быть «возвращены», а затем прибавьте их к сумме дохода компании. Не забудьте, что для определения налогооблагаемого дохода взносы в пенсионные фонды, часть налогов, взимаемых в соответствии с программами социального страхования, и выплаты по медицинскому страхованию также должны быть вычтены из суммы валового дохода. Еще раз настоятельно рекомендуем подробно изучить главу этой книги, написанную Дэвидом Бишопом.

Сколько стоит бизнес?

Мы считаем, что из всех существующих методов и подходов к оценке, наиболее подходящим для оценки домашнего бизнеса является Метод дискреционных денежных средств, используемый в рамках доходного подхода. Поскольку почти все компании, относящиеся к категории домашнего бизнеса, достаточно невелики и ориентированы на увеличение денежного потока, никакой из других методов или подходов не сможет обеспечить определение справедливой стоимости, или, в данном случае, цены компании. Применение Метода дискреционных доходов имеет то преимущество, что этот метод общепризнан в качестве надежного средства оценки в целом и широко используется для установления рыночной цены малого предприятия. Данный метод является самым подходящим методом оценки домашнего бизнеса.

В главе 17, автором которой является один из редакторов книги Джефф Джонс, дается подробное описание применения данного метода оценки. Внимательно прочитайте главу; вместе с описанием приемов оценки из гла-

вы Дэвида Бишопа эти сведения помогут Вам определить стоимость домашнего бизнеса с достаточно высокой степенью точности.

Заключение

В конце данной главы я хотел бы высказать несколько заключительных положений, касающихся оценки компаний категории домашнего бизнеса. Использование частного дома для деятельности малого предприятия становится все более широко распространенным явлением, которое будет развиваться и далее по мере расширения возможностей, предоставляемых современными технологиями. Выполнение оценки может оказаться трудной задачей ввиду явной недостаточности имеющихся данных и фактически полного отсутствия информации по сопоставимым сделкам купли-продажи домашнего бизнеса из-за небольшого количества таких сделок. Со временем положение должно измениться. Количество действующих компаний, относящихся к категории домашнего бизнеса, исчисляется миллионами, поэтому возникновение потребности в проведении оценки для целей продажи бизнеса является лишь вопросом времени. Тогда появится и соответствующий объем подходящей для исследования информации. Спрос всегда рождает предложение, а спрос на домашний бизнес растет постоянно. И последнее: домашний бизнес не похож ни на какие другие виды бизнеса.

**Оценка компаний,
расположенных в сельской местности****БРАЙАН НАЙТ (BRIAN KNIGHT)**

При рассмотрении сделок по приобретению бизнеса всех типов можно выделить три фактора, оказывающих определяющее воздействие на принятие решения о покупке: (1) цена, (2) финансовые условия предполагаемой сделки и (3) общая стоимость сделки для конкретного покупателя на момент передачи прав собственности. Степень значимости, придаваемая цене, условиям или стоимости, различна в зависимости от точки зрения покупателя.

Существуют определенные элементы ценообразования и структурирования сделок купли-продажи, которые являются общими для большинства типов бизнеса, независимо от месторасположения, будь то в городе, поселке, в деревне, в горной или сельской местности. Оценка «деревенского» бизнеса отличается от оценки компаний другого типа или расположенных в других районах только тем, что покупатели имеют субъективную точку зрения на его стоимость, вкладывая в это понятие особый смысл. Уволенный руководитель, желающий обрести более надежный род деятельности, и представители среднего и старшего менеджмента, стремящиеся сменить «стиль жизни» — это наиболее характерные примеры. В то же время, оценка стоимости бизнеса в количественном выражении и разработка структуры сделки не зависят от месторасположения компании и типа бизнеса.

Во избежание ситуации, в которой новому владельцу придется принять на себя непосильные долговые обязательства, цена бизнеса, независимо от его месторасположения, должна быть обоснованной. Так как частичное финансовое обеспечение сделки со стороны продавца занимает все большее место в структуре сделки, продавцу требуются гарантии того, что бизнес под руководством нового владельца будет приносить достаточный доход для погашения долговых обязательств как перед банком-кредитором, так и перед продавцом.

Жизнеспособность бизнеса, перешедшего под новое руководство, зависит от денежного потока, который должен быть достаточным для обслуживания совокупного долга компании и образования резервного фонда на случай непредвиденного спада в функционировании бизнеса. Величина денеж-

ного потока должна быть достаточной для выплаты вознаграждения для нового владельца, рассчитанного на базе текущих рыночных ставок за сопоставимые услуги, а также для обеспечения достаточного уровня доходности инвестиций покупателя, производимых им в форме первоначального взноса, и адекватной рентабельности активов компании, которые покупатель приобретает в расчете на продолжение успешного функционирования компании и на получение прибыли от эксплуатации этих активов.

Методика оценки, разработанная компанией The Country Business, Inc. (CBI), предполагает анализ деятельности компании с учетом точки зрения как продавца, так и покупателя. Разработанные компанией принципы оценки учитывают не только факторы, определяющие условия сделки купли-продажи компании и в первую очередь призванные обеспечить возможность обслуживания долга и доходность инвестиций покупателя и банка-кредитора, но и факторы, относящиеся к переходу права собственности на компанию. Данная методика, состоящая из семи этапов оценки, за последние 15 лет была использована при оценке свыше трех тысяч компаний. Ее принципы были детально рассмотрены в статье, опубликованной в журнале «Harvard Business Review» [1], а также в недавно опубликованной книге «Приобретение бизнеса: правильный выбор компании и цены» (Buying the Right Business-at the Right Price).[2]

Месторасположение

Часто говорят, что ключевой фактор при оценке недвижимости — это ее месторасположение, т.е. район и местность, в которой она находится. Данный фактор, несомненно, важен для большинства типов компаний, но при этом надо проследить, чтобы особенности месторасположения бизнеса не оказали нежелательного влияния на определение его стоимости. В случае, если здания и сооружения находятся в собственности, а не арендуются, или если компания обладает значительным объемом активов в виде оборудования, используемого в ее деятельности, то при проведении оценки компании на базе ее основных средств стоимость такой недвижимости будет составлять значительную часть совокупной стоимости бизнеса. Оценка бизнеса на базе стоимости основных средств, как правило, проводится специалистами, работающими в этой области, которые при этом учитывают все особенности месторасположения компании. Кроме того, величина денежного потока, генерируемого бизнесом, также отражает факторы, связанные с месторасположением компании — как положительные, так и отрицательные. Помимо этого, эти факторы отражены и в условиях аренды. Возможность передачи прав на аренду или ее продления на выгодных условиях, безусловно, повлияет на мнение покупателя об условиях сделки в совокупности, но не окажет воздействия на саму стоимость бизнеса.

Потенциальные покупатели должны быть уверены, что расположение

или окружение приобретаемого объекта недвижимости не окажут необоснованного воздействия на объективность оценки. Для размещения ресторана с предполагаемым валовым доходом в 1 млн. долл. вполне достаточно одного акра земли. Если площадь участка превышает этот размер, то окружающее пространство может производить более благоприятное впечатление, но с точки зрения ведения бизнеса такие активы могут не играть большой роли. Гостиница на пять номеров с завтраком может быть расположена в красивом доме, в отличном районе и радовать владельца с учетом того, что он сам в ней проживает, но бизнес по сдаче в аренду пяти комнат может не приносить дохода, достаточного для содержания всех приобретенных активов. Другой пример: в предыдущие годы механическая мастерская приносила доход, но при этом в ней недостаточно использовалось производственное оборудование — то есть, приобретенные активы. Потенциальные покупатели должны выяснить соотношение входящих в состав приобретаемого имущества активов, имеющих существенное значение для функционирования бизнеса, и активов, не играющих большой роли, и убедиться, что эти факторы были учтены при проведении оценки бизнеса.

Мечты и реальность при приобретении бизнеса

Многие потенциальные владельцы бизнеса наивно мечтают о безмятежной и размеренной жизни хозяина сельской компании. Они рассчитывают, что приобретенная собственность обеспечит им как время, так и средства для любимого дела — спортивного рыболовства, игры в гольф, лодочного спорта, охоты, походов по дикой природе и тому подобных занятий. Они также рассчитывают, что будущие клиенты — это люди во всех отношениях выше среднего уровня, вежливые и предупредительные, расплачивающиеся без промедления, с готовностью расставаясь с содержимым своего пухлого бумажника.

В подавляющем большинстве случаев, работа компании в сельской местности не имеет ничего общего с подобными мечтаниями — особенно, если владелец хочет обеспечить прибыльность своего бизнеса. Реальность требует самого внимательного отношения ко всем деталям работы малого предприятия и повседневного тяжелого труда. Краеугольным камнем успеха бизнеса является наличие выверенного и просчитанного бизнес-плана. Подготовка такого плана должна предшествовать принятию окончательного решения о приобретении компании малого бизнеса и рассмотрению возможности использования банковского кредита. Однако, получив банковский кредит, слишком многие мелкие предприниматели навсегда забывают о своем бизнес-плане. В то же время те, кто добился успеха, как правило, используют свой письменный план как инструмент для систематической проверки показателей деятельности компании, принимая при необходимости соответствующие меры для исправления положения. С этой точки зрения

сельский бизнес отличается от любого другого только тем, что часто его размеры меньше и, в некоторых случаях, на его деятельность большее воздействие оказывает фактор сезонности, причем оба эти обстоятельства еще больше повышают роль использования бизнес-плана. Необходимыми условиями процесса планирования являются определение как достоверных характеристик денежного потока, так и потребности бизнеса в привлечении капитала. Успех не бывает случайным: он сопутствует компаниям, тщательно соблюдающим и регулярно корректирующим бизнес-план. Подробное руководство по соответствующему кругу вопросов можно найти в журнале *The Business Planning Guide*, который получить через компанию CBI.[3]

Тем не менее, даже при соблюдении самых современных принципов менеджмента и в самой благоприятной экономической ситуации, если новому владельцу с самого начала пришлось заплатить слишком высокую цену за бизнес, он все равно может столкнуться с трудностями, связанными с обслуживанием долга. Компании, перегруженные долгами, при ухудшении экономической ситуации разоряются первыми. Таким образом, справедливая оценка бизнеса становится решающим обстоятельством, влияющим на уровень доходов нового владельца и на потенциал роста компании. Кроме того, учитывая все возрастающую роль продавцов в финансировании сделок по продаже компаний, продавец должен быть заинтересован в том, чтобы назначенная цена и оговоренные условия финансирования сделки обеспечили жизнеспособность бизнеса после его перехода к новому владельцу, что позволит рассчитывать на получение доходов, достаточных для погашения долговых обязательств.

Что такое «жизнеспособный» бизнес?

Для того, чтобы бизнес был признан жизнеспособным, его денежный поток с учетом проведенной корректировки должен быть достаточным для того, чтобы:

1. Обслуживать новый долг компании.
2. Обеспечивать надлежащее вознаграждение за работу владельца.
3. Обеспечивать адекватный уровень рентабельности совокупных активов, приобретенных покупателем, для поддержания его интереса к ведению данного бизнеса и к участию в работе компании.

Если денежный поток компании недостаточен для выполнения этих трех требований, то компания редко находит покупателя — или же цена продажи оказывается очень далека от запрашиваемой. Данные требования являются основными критериями, учитываемыми при определении стоимости любого приобретаемого бизнеса, и часто возникает необходимость в подробном разъяснении продавцам их важности, дабы вернуть их от необоснованных предположений к реальности.

Скорректированным денежным потоком при оценке бизнеса называют генерируемый бизнесом денежный поток, который новый владелец будет иметь в своем распоряжении для оплаты текущих операционных расходов. Поскольку величина издержек покупателя на погашение кредита, амортизацию, оплату личных расходов, выплату вознаграждения владельцу, а, значит, и величина корпоративных налогов, будут отличаться от расходов, которые нес бывший владелец, то для определения объема денежного потока, который будет иметь в своем распоряжении покупатель после перехода компании в его собственность, процесс оценки необходимо начать с корректировки показателя чистой прибыли продавца после уплаты налогов, к которой необходимо прибавить соответствующие суммы каждой из указанных статей расхода продавца.

Как было отмечено в пункте 1, объем денежного потока должен быть достаточен для обслуживания совокупного долга. Любой кредитор заинтересован в том, чтобы денежный поток обеспечивал обслуживание долга, а также позволял формировать резервный фонд на случай возможных экономических потрясений. Этот вопрос интересует всех кредиторов; при этом они должны убедиться в обеспечении покрытия совокупной задолженности, а не только первичного долга, даже если он является субординированным.

Банки-кредиторы уделяют особое внимание уровню риска, присущего данному бизнесу, ставя величину требуемого покрытия в зависимость от этого показателя. В таких случаях особое значение приобретает показатель, выражающий отношение денежного потока к сумме средств, необходимых для обслуживания долга. Ранее приемлемым для банков считалось соотношение 1,25:1, однако в 1990-х годах, в условиях более консервативного подхода банков к вопросам финансирования, чаще всего для получения кредита требуется соотношение 1,50:1, а во многих случаях — и 1,75:1. Поскольку решение банка относительно кредита основывается на оцениваемом уровне риска, большое значение имеют навыки продавца в сфере управления бизнесом. Кроме того, если компания имеет стабильно высокие показатели доходов за продолжительный период времени, то банк может признать удовлетворительным и более низкий показатель отношения денежного потока к сумме средств, необходимых для обслуживания долга. Чем больше оснований для беспокойства возникает у кредиторов по поводу объема будущих доходов, тем выше их требования в отношении покрытия долга, т.е. к величине вышеуказанного показателя.

Что касается размера вознаграждения владельцу за его работу в компании, упомянутого в пункте 2, то необходимо отметить, что лишь очень немногие небольшие частные фирмы, так же, как и компании, расположенные в сельской местности, имеют размер прибыли, достаточный для того, чтобы они могли быть приобретены в качестве пассивных инвестиций. В большинстве случаев предполагается, что покупатель или его супруга (супруг) будут принимать ежедневное участие в работе фирмы и что они должны получать

справедливое вознаграждение за свою работу на уровне не ниже величины обоснованного рыночного вознаграждения за работу подобного рода.

При проведении анализа в ходе оценки бизнеса размер этого вознаграждения определяется на основе альтернативных ставок заработной платы и других выплат среднестатистическому управляющему подобным заведением на данном рынке. В размер вознаграждения должны быть включены все дополнительные льготы, предоставляемые компанией — автомобили, жилье, питание, страхование жизни, медицинское страхование, оплата членских взносов в клубе и т.д. Если покупатель будет иметь четкое представление относительного полной величины вознаграждения, обеспечиваемого за счет денежного потока, генерируемого каждой компанией из числа рассматриваемых в качестве объекта приобретения, это, безусловно, окажет влияние на его общую оценку каждого из представленных ему предложений. Это особенно касается покупателей компаний, расположенных в сельской местности, целью которых является «приобретение» занятия или смена образа и стиля жизни.

Анализ доходности инвестиций и рентабельности активов является важным элементом оценки, проводимой при покупке бизнеса любого типа, однако эти показатели приобретают еще большее значение, если речь идет о покупке частной компании небольшого размера. Именно с точки зрения этих факторов оценка сельского бизнеса может потребовать рассмотрения иных факторов, чем оценка сходных компаний, расположенных в городах. Все эти различия в совокупности можно выразить одним словом: стиль жизни. Покупатели компании, расположенной в сельской местности, могут пожертвовать перспективами в плане получения прибыли в обмен на обеспечение стиля жизни, к которому они стремятся. Для некоторых из них покупка загородной гостиницы дает возможность сменить стиль жизни на тот, который их больше устраивает. Такие покупатели в целом могут быть готовы пойти на уступки в плане меньшей доходности инвестиций, но при условии, что их будет удовлетворять общий размер ожидаемого заработка и других компенсаций. С другой стороны, покупка производственной компании, выпускающей новый вид продукции, сопряжена с большим риском и, кроме того, покупатель при ее приобретении рассчитывает на получение большей прибыли. Поэтому такая компания должна иметь более высокую доходность.

Вам поможет наш опыт!

Существуют различные точки зрения на стоимость. Многие владельцы, которые сами «взрачивали» свой бизнес, пережив как хорошие, так и трудные времена, испытывают к своей компании своего рода привязанность, что мешает им объективно взглянуть на свой бизнес, когда речь идет об определении его подлинной стоимости. Процесс продажи становится для них мучи-

тельным процедурой. Среди продавцов есть люди, которые благоразумно готовятся к запланированному выходу на пенсию, есть и те, которые моложе, но уже «сгорели», не справившись с управлением созданной компанией; кроме того, всегда найдутся те, кто всегда готов к продаже, если цена достаточно высока. Однако только немногие продавцы полностью готовы расстаться с собственностью, хотя и осознают, что наступило время ее продавать, а многие еще и продолжают при этом питать иллюзии относительно стоимости своего бизнеса.

На страницах книги *Buying the Right Business-at the Right Price* компания СВИ предлагает последовательный план действий по приобретению бизнеса и его объективной оценке. В книге освещаются вопросы, которые следует рассмотреть любому покупателю или продавцу компании, и дается перечень ключевых этапов работы в этом направлении:

1. Обеспечение соответствия запросов покупателя и особенностей бизнеса.
2. Назначение обоснованной цены и условий приобретения.
3. Проведение всеобъемлющего анализа сильных и слабых сторон бизнеса.
4. Составление обоснованного и полного бизнес-плана.
5. Определение надлежащих параметров капитализации.
6. Внедрение основ современного менеджмента.
7. Эффективное использование информационных ресурсов.
8. Обеспечение адаптации к изменениям на рынке.

Со времени своего основания в 1976 году компания СВИ занимается внедрением, развитием и совершенствованием методики оценки компаний. Методика фирмы прошла проверку временем — она использовалась при оценке более 3500 объектов и при заключении свыше 750 сделок. И все же мы не можем не согласиться, что оценка является скорее искусством, чем точной наукой. Она требует знания и проникновения в самую суть законов бизнеса, рынка, покупательского спроса, формирования денежных потоков и условий местного рынка. Надлежащая оценка бизнеса требует подхода, основанного на практическом опыте. Здесь непригоден подход с использованием заранее запрограммированных данных и компьютерных вычислений, требующих только заполнения готовых форм. Мы гордимся методикой компании, которая доказала свою эффективность на практике, о чем свидетельствует большое число проданных с участием СВИ компаний, успешно продолжающих работать под руководством их новых владельцев. Данная методика получила высокую оценку и со стороны продавцов бизнеса, пользовавшихся услугами компании СВИ, которые часто рекомендуют ее другим владельцам бизнеса. Эта методика позволяет СВИ продавать только компании,

гарантирующие успех их покупателям в будущем, и находить покупателей, которых можно считать достаточно подготовленными и подходящими для этих целей.

С этой целью СВИ проводит тщательную оценку каждой компании для определения ее жизнеспособности в соответствии с критериями, о которых мы говорили выше, и дает подтверждение на свое участие в продаже бизнеса только после полного согласования мнения продавца и компании СВИ относительно стоимости бизнеса и других условий. Коллективный опыт команды сотрудников и партнеров СВИ в области решения вопросов, относящихся к управлению компаниями и к праву корпоративной собственности, собственная база статистической информации, пополняемая за счет постоянной исследовательской работы, и наш собственный практический опыт работы с компаниями самого различного типа — все это обеспечивает надежность использования нашей методики и правильность выводов, необходимых для определения стоимости. Компания СВИ работает под лозунгом: «Мы продаем успешный бизнес знающим людям». И мы твердо верим в правоту этих слов.

Заключение

Если Вы думаете, что термин «сельский бизнес» относится преимущественно, или даже исключительно, к содержанию сельских магазинов, гостиниц и ресторанов, то Вы ошибаетесь. Компания СВИ располагает двенадцатью офисами, расположенными в штатах Новой Англии, в северной части штата Нью-Йорк и на атлантическом побережье Канады, то есть в районах, которые многие считают «сельскими», или «деревенскими»; однако компании, которые представляет наша организация, очень далеки от того, чтобы их можно было назвать «деревенскими». За последние пять лет объем продаж компании СВИ почти равными долями приходился на розничную торговлю, гостиничный бизнес, сферу услуг и сектор товарного производства. Мы выступали в качестве представителя разных компаний — производителей самой современной электроники, транспортных фирм, традиционных сельских магазинов. Дальнейшая диверсификация типов бизнеса в сельской местности, похоже, будет продолжаться по мере развития средств коммуникации — в первую очередь, вследствие стремления многих работников, а также владельцев и менеджеров компаний сменить образ жизни с городского на сельский.

За счет использования в текущей работе опыта компании в сфере оценки, накопленного на протяжении многих лет, 95% фирм, проданных с нашим участием, были проданы по той цене и на тех условиях, которые были предварительно оговорены между компанией СВИ и продавцом, причем 85% этих сделок было заключено в течение девяти — двенадцати месяцев, считая от получения задания на проведение оценки. Для подготовки хорошей

сделки зачастую требуется довольно много времени, а хорошая сделка — это такая сделка, которая выгодна обеим сторонам.

Примечания:

1. Брайан Найдт. «Как справиться с враждебным настроением при переговорах о приобретении бизнеса». (Brian Knight, «Defuse the Hostility Factor in Acquisition Talks»), Harvard Business Review, 1995 г.
2. Брайан Найдт и Associates of Country Business «Приобретение бизнеса: правильный выбор компании и цены». (Brian Knight and Associates of Country Business. Buying the Right Business-at the Right Price), Upstart Publishing Co. 1990 г.
3. Дэвид Х. Бэнгз -мл. «Руководство по планированию бизнеса» (David H. Bangs, Jr. The Business Planning Guide), шестое издание, Upstart Publishing Co., 1992 г.



СПЕЦИАЛЬНЫЕ ВОПРОСЫ



Вопросы оценки миноритарных пакетов акций частных компаний**ЙЕЛ КРЭМЕР (YALE KRAMER)**

Специальная литература, посвященная вопросам оценки, содержит огромное количество статей, исследований и дискуссионных публикаций, затрагивающих неиссякаемую тему для обсуждения — применение премий за право контроля, предоставляемого пакетом акций или долевым участием в частных компаниях, и вопросы определения скидок на миноритарные доли в таких фирмах. На протяжении многих лет законодательные акты, судебные решения и постановления Налогового управления только подливали масла в огонь, отнюдь не способствуя разрешению противоречий, а только усугубляя их. Тем не менее, дебаты вокруг данного аспекта оценки бизнеса содействовали процессу теоретической проработки этих вопросов, что привело к созданию полезных, практичных методов оценки в этой сфере. В данной главе основное внимание будет уделено практическим методам оценки, которые получили самое широкое признание среди специалистов, работающих в данной области.

Что такое миноритарная доля участия в компании?

В ответ на вопрос «Как производится оценка миноритарной доли участия в компании?» многие, очевидно, ожидают услышать простой ответ, состоящий из нескольких пунктов, каждый из которых будет содержать 2-3 рекомендации относительно основных этапов и порядка действий. Однако на самом деле оценка частных компаний зачастую требует рассмотрения вопросов, которые никак нельзя назвать простыми. Миноритарные доли в компании могут включать пакеты голосующих или неголосующих акций, акций с ограниченным или неограниченным обращением, акций одного или нескольких классов, оценке могут подлежать акции корпорации или доля участия в товариществе или совместном предприятии.

Для того, чтобы не отклоняться от темы и в то же время осветить все основные интересующие нас вопросы, мы рассмотрим процесс оценки на конкретном примере. Давайте представим, что нам предстоит оценить

миноритарную долю участия в компании, характеризующуюся следующими тремя параметрами: данная доля представляет собой пакет акций частной компании закрытого типа объемом менее 50 процентов всех выпущенных и находящихся в обращении акций этой компании. Оставшаяся часть акций (т.е. свыше 50 процентов всех выпущенных и находящихся в обращении акций) целиком принадлежит второму акционеру компании. Все акции данной компании, находящиеся в обращении, принадлежат только к одному классу, и все они являются голосующими обыкновенными акциями. При избрании членов совета директоров одна обыкновенная акция дает право одного голоса. В соответствии с соглашением о создании корпорации и внутренними правилами и регламентом деятельности компании, акции подлежат свободной продаже и передаче другим лицам; кроме того, в этих документах оговаривается, что кумулятивное голосование среди акционеров не проводится.

В конечном итоге отличие миноритарного пакета акций от контрольного заключается в том, что миноритарный пакет не предоставляет права контроля над действиями совета директоров (который диктует политику компании и назначает руководящих работников, которые, в свою очередь, управляют текущей деятельностью фирмы).

Преимущества контроля — или недостатки миноритарного пакета акций.

С точки зрения миноритарного акционера, преимущество владельца контрольного пакета акций заключается в возможности снизить величину доходов на акции, получаемых миноритарным акционером, или свести их на нет. Ниже мы приведем примеры тех действий, которые может предпринять владелец контрольного пакета акций и вытекающие из них последствия:

- *Произвольное назначение размера заработной платы, объема привилегий и льгот для себя лично, родственников или других лиц, без обеспечения соразмерного вознаграждения для миноритарного акционера.* Привилегии и льготы могут включать оплату поездок и путешествий, питания, автомобилей, взносов в пенсионный фонд, медицинского обслуживания, расходов на образование и др. Выплата более высокой компенсации и оплата личных расходов за счет компании приводят к сокращению объема ее доходов в результате использования имеющихся фондов для удовлетворения нужд владельца контрольного пакета акций и приближенных к нему лиц.
- *Заключение сделок с компанией на выгодных для себя условиях.* Владелец контрольного пакета акций имеет возможность заключать с компанией различного рода сделки на выгодных для себя условиях.

Например, если владелец контрольного пакета акций является владельцем занимаемых фирмой помещений, он может сдать их компании в аренду по завышенной цене. Он может получить кредит от компании под выгодный для себя процент или же выдать ссуду компании по завышенной процентной ставке. Владелец контрольного пакета акций может назначить проведение собрания совета директоров в своем любимом курортном местечке, компенсировав связанные с посещением собрания расходы членам совета директоров и не оплатив их миноритарному акционеру. Он может принять решение о любых инвестициях, исходя из своих личных интересов, а не из интересов компании. Он также может давать указания корпорации о внесении взносов в благотворительные фонды или вложении денег по своему собственному выбору.

- *«Вытеснение» миноритарного акционера.* Владелец контрольного пакета акций может предпринять некоторые действия, направленные на то, чтобы лишить миноритарного акционера его доли в компании. Он может организовать слияние фирмы с другой компанией, не предложив миноритарному акционеру долевого участия в реорганизованной фирме и предложив ему вместо этого оплату его доли наличными. Владелец контрольного пакета акций может организовать «обратный сплит» — выпуск акций большего номинала с обменом старых акций, сократив, таким образом, общее количество акций компании. Например, при обратном сплите 1 к 10, если до этого акционеру принадлежало 9 акций, то после этой операции он будет владеть 0,9 акции. В соответствии с законодательством некоторых штатов, дробные акции могут быть выкуплены за наличные средства. В результате подобных действий, предпринятых с целью «вытеснения» миноритарного акционера, владелец контрольного пакета акций может предложить миноритарному акционеру выкуп его доли по более низкой цене.

Законодательство большинства штатов ограничивает степень контроля, предоставляемого контрольным пакетом акций. Во многих случаях законодательство устанавливает перечень обязательств, которые владелец контрольного пакета акций несет перед другими акционерами, в т.ч. в ряде случаев законодательство предусматривает фидуциарную ответственность владельца контрольного пакета акций за обеспечение управления делами компании с учетом интересов всех акционеров. Руководящим сотрудникам и директорам может быть вменено в обязанность соблюдение лояльности по отношению к компании, что, в частности, подразумевает обязанность, в соответствии с которой они не должны лишать компанию благоприятных

возможностей, касающихся ее деятельности. На самом деле, конфликт между правами и обязанностями владельца контрольного пакета акций и правами миноритарного акционера в потенциале может послужить источником нескончаемых судебных процессов, которые обеспечат пожизненный доход для ведущих эти дела юристов.

Снижение риска, связанного с владением миноритарным пакетом акций

Существуют различные способы снижения уровня риска, связанного с миноритарным характером участия акционера в капитале компании. К их числу относятся:

1. *Продажа акций на фондовом рынке.* Если фирма является публичной компанией, то в случае несогласия акционера с политикой руководства он может без особых трудностей продать свои акции на фондовом рынке.
2. *Права и ограничения, предусмотренные условиями договоров.* Существуют следующие виды таких прав и ограничений:
 - а. Определенные ограничения иногда содержатся в соглашениях о создании корпорации. Например, в случае выпуска компанией акций различного класса в таких соглашениях оговаривается, что акции каждого класса дают право на голосование по избранию определенных директоров компании. Помимо этого, в соответствии с законодательством некоторых штатов, для утверждения решений относительно заключения крупных сделок, таких как продажа большей части активов компании или слияние с другой фирмой, требуется наличие большинства голосов акционеров в рамках голосования, проводимого по каждому классу акций.
 - б. Соглашения о создании корпорации иногда предусматривают проведение кумулятивного голосования, что дает возможность миноритарным акционерам принимать участие в избрании ряда членов совета директоров. В таких соглашениях часто оговаривается преимущественное право покупки акций для всех акционеров, что позволяет миноритарным акционерам сохранить свою долю в процентах от совокупного акционерного капитала компании в случае выпуска дополнительных акций, и не дает возможности владельцу контрольного пакета акций уменьшить долю миноритарного акционера путем оформления на свое имя всех дополнительных акций.
 - в. Некоторые соглашения содержат условие, в соответствии с которым для принятия решений об определенных корпоративных действиях требуется наличие конкретного большинства голосов.

Например, для принятия решения относительно увеличения заработной платы президента компании вместо 51% голосов может потребоваться 75%. Таким образом, акционер, владеющий 30% акций, может наложить вето на такое предложение.

- г. В различных соглашениях между акционерами могут оговариваться права и обязанности каждого из акционеров, возникающие в определенных обстоятельствах. Например, соглашение о купле-продаже акций может предусматривать выкуп акций миноритарного акционера владельцем контрольного пакета акций или компанией по фиксированной цене или по цене, рассчитанной по определенной формуле, который должен быть произведен при некоторых обстоятельствах — например, в случае кончины акционера или его ухода на пенсию; или же миноритарный акционер имеет право потребовать от компании или другого акционера выкупа принадлежащих ему акций на основе опциона «пут»¹.
- д. Интересы миноритарного акционера, работающего в компании, в ряде случаев защищаются договорами найма, в соответствии с которыми он не может быть уволен и таким образом лишен тех преимуществ, которые ему дает эта работа.
- е. Если владелец контрольного пакета акций пользуется правом первого выбора, то это означает, что миноритарный акционер может продать свои акции любому лицу по своему усмотрению; однако при этом владелец контрольного пакета акций имеет первоочередное право купить эти акции по цене, согласованной с миноритарным акционером, не допустив их продажи третьему лицу. В то же время соглашение купли-продажи акций и право первого выбора также иногда предоставляют миноритарному акционеру право выкупа доли, принадлежащей владельцу контрольного пакета акций, в определенных обстоятельствах: например, в случае смерти последнего или потери им трудоспособности; использование этого права бывает как добровольным, так и обязательным.
- ж. Некоторые соглашения налагают некоторые ограничения на право голоса или же предусматривают возможность объединения голосов. Например, несколько акционеров — как правило, группа миноритарных акционеров, могут выступать в виде единого «блока», объединив при голосовании свои акции, что обеспечивает им большинство голосов, несмотря на то, что

¹Контракт, дающий покупателю право продать соответствующий финансовый инструмент (в данном случае, акции) по оговоренной цене в течение определенного времени; за получение этого права уплачивается некоторая сумма (премия) — Прим. переводчиков

каждый из них в отдельности не обладает количеством акций, обеспечивающим большинство голосов при голосовании.

3. *Средства судебной защиты.* Существует много прецедентов, когда суд выносил постановление о нарушении владельцами контрольного пакета акций фидуциарной ответственности, в соответствии с которой они не имеют права при ведении дел компании предпринимать необоснованных действий, ущемляющих интересы миноритарных акционеров. В ряде случаев суд выносил такое постановление в ситуации, когда владелец контрольного пакета акций продавал свои акции третьему лицу, но это третье лицо не приобретало долю миноритарного акционера. Достаточно распространены также случаи увольнения миноритарного акционера, являющегося сотрудником компании; если при этом акционер не получает дивидендов, это может служить основанием для подачи иска в суд.
4. *Право на проведение оценки.* Слияние компаний или некоторые другие сделки и операции, предмет которых являются акции компании, в т.ч. случаи, связанные с нарушением фидуциарной ответственности, дают миноритарному акционеру право на проведение оценки — т.е., право на привлечение специалиста для проведения оценки акций и на их последующую продажу компании или владельцу контрольного пакета акций за наличный расчет. Зачастую акционер получает возможность воспользоваться этим правом только при условии строгого соблюдения сложных процессуальных норм. Несоблюдение таких требований может привести к тому, что акционер будет лишен права на обращение в суд для обеспечения своего права на проведение оценки акций.

Обычно основанием для обращения в суд миноритарного акционера является требование об обеспечении справедливости. Суды системы «права справедливости» имеют широкие полномочия, но использование таких полномочий не вменяется им в обязанность.

Права миноритарного акционера устанавливаются законом

Для определения прав, которыми обладает миноритарный акционер, необходимо изучить законы штата, в котором зарегистрирована данная компания. Что касается налогов, то правила их исчисления устанавливаются действующими в штате законодательными актами, относящимися к взиманию налогов с долевого участия в акционерном капитале компаний данного типа.

Законы и законодательные акты содержат положения, касающиеся стоимости акций, но в них не приводится четкого определения самого

термина «стоимость». Т.е. речь может идти об обоснованной рыночной стоимости; справедливой стоимости; инвестиционной стоимости; подлинной, или базовой стоимости объекта оценки, стоимости предприятия, или синергетической стоимости. В заключительной части главы приводятся глоссарий, в котором даются пояснения относительно различий в значениях различных терминов, наиболее часто используемых в оценке.

В законодательных актах, предусматривающих право акционера на проведение оценки, часто содержится определение справедливой стоимости акций, принадлежащих миноритарному акционеру, как стоимости «без учета ожидаемого увеличения или снижения стоимости акций в результате предполагаемых действий компании». [Цель законодательных актов — обеспечить получение миноритарным акционером справедливой цены за его акции, но не дать ему возможности извлечь выгоду из будущей деятельности компании при выходе из состава акционеров].

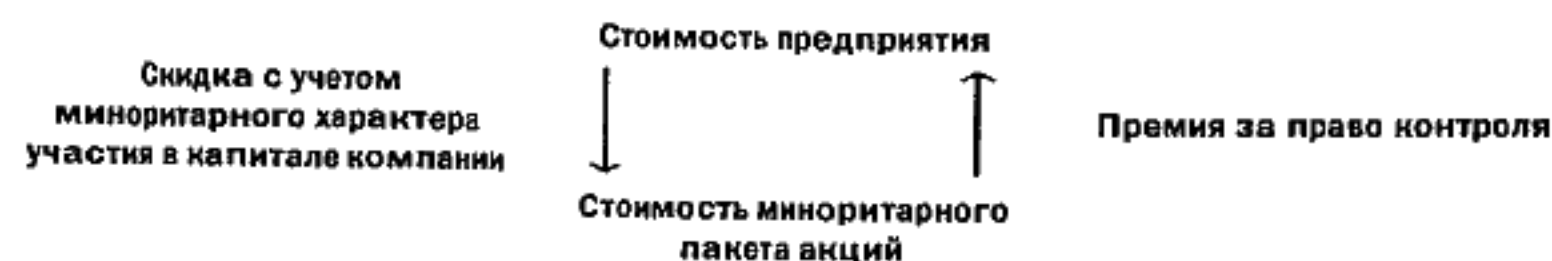
Среди мер, имеющих в распоряжении судебных органов, предусмотрен полный или (в некоторых штатах) частичный роспуск компании (т.е. требование о выкупе акций миноритарного акционера). Суд вправе потребовать от владельца контрольного пакета акций совершения определенных действий или же прекращения действий, неправомерно ущемляющих права миноритарного акционера. Суд может также назначить новых директоров компании или же судебного исполнителя или попечителя, дать распоряжение о принятии компанией определенных мер, или же не дать никаких распоряжений. В некоторых штатах закон не требует от суда вынесения каких-либо решений, устанавливающих факт недобросовестных действий или вины владельца контрольного пакета акций или компании. Постановление суда может ограничиться констатацией «необходимости защиты прав акционера».

Методы оценки миноритарных пакетов акций и применяемые скидки

Как правило, при оценке акций компаний закрытого типа оценщики бизнеса основное внимание уделяют работе в следующих двух направлениях:

- *Поиск данных по открытым компаниям, которые могут послужить отправной точкой для проведения сопоставления.* Поскольку акции открытых компаний продаются небольшими пакетами, не предоставляющими права контроля над деятельностью компании, рыночные цены этих акций, используемые для сопоставления при оценке неконтрольного пакета акций закрытой компании, уже включают величину скидок с учетом миноритарного характера участия в акционерном капитале компании; поэтому данные по продаже акций публичных компаний не нуждаются в корректировке.

- Поиск данных, относящихся к приобретению компаний целиком, и другой информации, относящейся к совокупной стоимости предприятия. Если оценщик сначала произвел оценку 100% акций, то ему необходимо произвести корректировку полученных результатов, поскольку отправной точкой при определении стоимости предприятия являлось наличие права контроля, которое отсутствует при миноритарном характере участия в капитале компании. Если таким образом будет принято допущение о том, что стоимость компании включает стоимость контроля над его деятельностью, то из этого следует, что в процессе оценки потребуется применение скидки с учетом миноритарного характера участия в ее капитале.



Вполне логично, что следующим вопросом будет «Каков должен быть размер этой скидки?». Для количественного определения размера скидки широко используются материалы группы исследователей компании Houlihan, Lokey, Howard & Zukin (HLHZ), которая занимается изучением данных о сделках по приобретению контрольного пакета акций открытых компаний. Статистические данные по таким сделкам публикуются в ежегодном издании *Mergerstat Review*. Изучение данных о величине премии за контроль дает возможность косвенно определить величину скидки на миноритарный пакет акций компании.

Статистические данные свидетельствуют о том, что средняя величина определяемой косвенным образом скидки на миноритарный пакет акций за период с 1980 по 1997 гг. варьировалась в пределах от 21% до 31%. Эти данные основаны на ценах, предлагаемых за эти акции на рынке в течение 5 рабочих дней до объявления о слиянии или продаже компании. Результаты исследований показывают, что цены на акции в преддверии таких объявлений, как правило, начинают расти значительно раньше, чем за 5 дней. Поэтому скидка на миноритарный пакет акций, определенная на основе содержащихся в *Mergerstat Review* статистических данных, может оказаться несколько заниженной.

Авторы исследований HLHZ, посвященных вопросу премии за контроль, провели анализ цен на акции рассматриваемых компаний до даты их приобретения, попытавшись определить цены без учета спекулятивных факторов, вызванных ожиданиями, связанными с предполагаемым приобретением этих компаний. В результате анализа были получены

следующие данные: на основе анализа 324 операций, совершенных в период с 1 января 1995 г. по 31 декабря 1995 г., среднее значение скидок на миноритарный пакет акций, рассчитанных косвенным образом, составило 22,6%, среднее значение этих скидок за период с 1 декабря 1996 г. по 31 декабря 1996 г. на основе анализа 381 операции составило 21,4%; а за период с 1 января 1997 г. по 31 декабря 1997 г. (по 487 операциям) — 21,6%.

Хотим напомнить, что величина этих скидок учитывает только миноритарный характер участия в капитале компаний. Акции, обладающие ликвидностью на фондовом рынке, имеют более высокую стоимость по сравнению с акциями закрытых компаний, не имеющими рынка сбыта. Поэтому в случае использования открытой компании в качестве контрольной при проведении сопоставления стоимость миноритарной доли в закрытой компании должна быть уменьшена на величину скидки, обусловленной отсутствием ликвидности (возможности реализации) акций.

«Случай исчезающей стоимости»: вызов общепринятым взглядам на вопросы определения скидки на миноритарный пакет акций

Использование объективной, поддающейся проверке рыночной информации имеет много преимуществ и поэтому широко распространено в сфере оценки. Использование такой информации сводит к минимуму различия в результатах оценки, вызванных субъективными суждениями различных оценщиков. Однако сделав вывод о том, что наличие премии за право контроля, предоставляемое контрольным пакетом акций открытой компании, подразумевает наличие скидки на миноритарную долю в закрытой компании, оценщик столкнется с появлением «исчезающей стоимости».

Давайте рассмотрим этот вопрос на примере открытой компании, акции которой продаются по цене 10 долл. за одну акцию. Если бы покупатель захотел приобрести всю компанию, то он должен был бы представить тендерное предложение на покупку ее акций, цена которых составила бы 12,5 долл. за одну акцию. Эта цена включает премию за контроль в размере 25%, а величина косвенной скидки на миноритарный пакет акций составляет 20% ($2,50 \text{ долл.} / 10 \text{ долл.} = 25\%$ — премия; $2,50 \text{ долл.} / 12,50 \text{ долл.} = 20\%$ — скидка). Если в обращении находится 10 млн. акций, можно утверждать, что совокупная стоимость компании на базе миноритарных долей участия в ее капитале составит 100 млн. долл. ($10 \text{ долл.} \times 10 \text{ млн. акций}$), а стоимость всей компании на базе контрольного пакета акций составит 125 млн. долл. ($12,50 \text{ долл.} \times 10 \text{ млн. акций}$). До того, как было сделано тендерное предложение, исчезло 25 млн. долл. из-за отсутствия лица, обладающего правом контроля.

Если бы в этой компании было 2 акционера, первому из которых принадлежал бы 51% акций, а второму — 49%, то при использовании

указанных выше объективных рыночных данных в процессе оценки мы получили бы следующие результаты:

1. Пакет акций в размере 51% всех акций компании дает право контроля, и поэтому его стоимость составляет 51% совокупной стоимости предприятия, определенной на базе контрольного пакета акций: $125 \text{ млн. долл.} \times 51\% = 63 \text{ млн. 750 тыс. долл.}$;
2. Пакет акций в размере 49% всех акций компании представляет собой миноритарную долю участия в капитале компании, и поэтому его стоимость составляет 49% совокупной стоимости предприятия, рассчитанной на базе миноритарных долей участия в капитале компании, или 49 млн. долл.
3. Стоимость этих двух пакетов акций в сумме составляет 112 млн. 750 тыс. долл.
4. Суммарная стоимость этих двух долей участия в акционерном компании в виде единого пакета акций составляет 100% стоимости предприятия, или 125 млн. долл.
5. Куда делось еще 12 млн. 250 тыс. долл.?

Перед нами случай «исчезающей стоимости». Но если 49% акций стоят только 49 млн. долл., разве не может владелец остальных 51% акций приобрести 49% акций за 49 млн. долл., а затем продать предприятие за 125 млн. долл.? В этом случае стоимость пакета акций в размере 51% всех акций предприятия вместо 63 млн. 750 тыс. долл. составит 76 млн. долл. (125 млн. долл. — 49 млн. долл.).

Не может ли быть так, что на самом деле стоимость контрольного пакета акций включает надбавку (премию) к его стоимости, рассчитанной пропорционально совокупной стоимости предприятия на базе контрольного пакета акций, поскольку миноритарная доля участия в акционерном капитале компании стоит меньше? В таком случае нет никакой «исчезающей стоимости», а 100% стоимости акционерного капитала компании составляет 100% совокупной стоимости предприятия.

Совершенно очевидно, что это противоречит объективным данным открытого рынка. В связи с этим возникает вопрос: «Являются ли объективные рыночные данные об открытых компаниях действительно сопоставимыми с данными по закрытым компаниям?».

А как насчет компании, принадлежащей двум акционерам, имеющим равную долю участия в ее акционерном капитале? Традиционно в таких случаях при оценке стоимость 50%-ной доли в компании рассчитывается как 50% стоимости предприятия. Но разве у владельца 50%-ной доли не отсутствует право контроля над деятельностью компании? Разве не должна быть в этом случае сделана определенная скидка, поскольку данный пакет акций не дает право контроля, хотя другой акционер точно так же не

обладает этим правом? Должна ли величина скидки на 50%-ную долю отличаться от величины скидки на 49%-ную долю участия в капитале компании? Рыночных данных по открытым компаниям, которые бы помогли определить величину скидки с учетом таких различий, не существует.

Заключение

Хотя это утверждение со всей очевидностью противоречит традиционной теории, мой опыт работы в качестве поверенного, лицензированного бухгалтера (CPA), инвестиционного банкира, посредника по купле-продаже компаний, оценщика бизнеса, владельца различных долей участия в акционерном капитале компаний и совладельца недвижимости свидетельствует о том, что в небольших частных компаниях закрытого типа, принадлежащих относительно небольшому количеству акционеров, торг за обладание контрольным пакетом акций ведется более агрессивно. Владение миноритарным пакетом акций при наличии акционера, владеющего контрольным пакетом, зачастую рассматривается как значительно менее выгодная позиция. По словам одного акционера — владельца неконтрольного пакета акций, положение обладателя миноритарной доли можно сравнить с положением собаки, лежащей с поджатым хвостом у ног своего хозяина, который стоит над ней с видом триумфатора.

Мой опыт также показывает, что разногласия относительно права контроля являются причиной «провала» потенциальных сделок гораздо чаще, чем какие-либо другие спорные вопросы.

Необходимость заключения соглашений о купле-продаже, договоров найма, соглашений о неучастии в конкуренции, договоров, предусматривающих право первого выбора, и других соглашений между акционерами, включая договора об объединении голосов при голосовании, выпуске привилегированных акций, неголосующих акций и т.д., в первую очередь обусловлена именно осознваемыми преимуществами контроля и недостатками, присущими миноритарной доле участия в акционерном капитале компании.

Глоссарий терминов, используемых в сфере оценки

Обоснованная рыночная стоимость — «... цена, по которой данная собственность перешла бы из рук желающего совершить сделку продавца в руки желающего совершить сделку покупателя, при условии, что ни тот, ни другой не испытывают какого-либо принуждения к совершению данной сделки, и обе стороны достаточно хорошо информированы относительно всех обстоятельств, имеющих отношение к предмету сделки». (Постановление 59-60 Налогового управления США (1959-1 С.В. 237). Данное постановление с учетом изменений, внесенных Постановлением 68-

609 того же управления (1968-2 С.В. 327), отражает позицию Налогового управления США в отношении определения обоснованной рыночной стоимости при оценке, проводимой с целью расчета налога, выплачиваемого при дарении или наследовании имущества. Определение обоснованной рыночной стоимости, данное Налоговым управлением, также используется в качестве стандарта при проведении оценки для многих других целей, в частности, при оценке для расчета налога с доходов и при оценке, проводимой при реализации Планов по включению работников в число акционеров компании (Employee Stock Ownership Plans).

Рыночная стоимость. Фактическая цена продажи бизнеса при условии оплаты за наличный расчет без отсрочки платежа. На самом деле данный вид стоимости при проведении оценки используется достаточно редко.

Справедливая стоимость. Довольно нечеткое понятие, допускающее двоякое толкование. Часто используется как синоним рыночной стоимости или обоснованной рыночной стоимости. В большинстве штатов данный термин является закрепленным законом стандартом понятия стоимости, применяемым при разрешении разногласий между акционерами относительно результатов проведенной оценки. Если суд выносит решение на основе понятия справедливой стоимости, в отличие от обоснованной рыночной стоимости, то установленная им стоимость может не включать скидку на неликвидность, и чаще всего не включает скидку на миноритарную долю участия в капитале компании.

Инвестиционная стоимость. Стоимость объекта оценки для конкретного инвестора (или категории инвесторов), преследующего при вложении денег свои собственные, индивидуальные цели.

Подлинная, или базовая стоимость. Цена акции, которую можно считать обоснованной с учетом всех основных факторов, оказывающих воздействие на стоимость; «реальная» или «истинная» стоимость акции. Отличие подлинной стоимости от инвестиционной состоит в том, что подлинная стоимость устанавливается путем аналитического суждения, выносимого аналитиком на основе его оценки характеристик, присущих конкретным инвестициям. При этом на такое суждение скорее оказывают влияние не отличительные характеристики, специфичные для конкретного инвестора, а то, как один аналитик интерпретирует характеристики инвестиций в эти акции в отличие от другого аналитика.

Стоимость предприятия. Совокупная стоимость всех выпущенных и находящихся в обращении акций предприятия при том условии, что 100% акций принадлежит одному лицу в виде единого, неделимого пакета акций.

Оценка бизнеса для целей реализации планов по включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP)

БРАЙАН Т. НЕЙПИР (BRIAN T. NAPIER)

За время, прошедшее с момента принятия в 1954 году Кодекса внутренних доходов США, Планы по включению сотрудников в число акционеров компании (Employee Stock Ownership Plans — ESOPs) доказали свою жизнеспособность в качестве программы материального поощрения, обеспечивающей сотрудникам дополнительные льготы наряду с пенсионными планами и программами участия служащих в прибылях компаний. Тем не менее, планы ESOP не признавались Конгрессом в качестве таких программ вплоть до 1973 г., когда был принят Закон о реорганизации региональных железных дорог. В 1974 г. был также принят Закон о безопасности пенсионных доходов трудящихся (Employee Retirement Income Security Act — ERISA), регулирующий реализацию планов отсроченной компенсации, в котором также была дана четкая формулировка планов ESOP. Поскольку данная в законе формулировка охватывала планы, реализуемые за счет как заемных, так и собственных средств, на них не распространялись общие ограничения на приобретение «ценных бумаг работодателя, на которые распространяется действие Закона» в размере, превышающем 10% фондов, включенных в планы ESOP, оцененных на базе обоснованной рыночной стоимости. Кроме того, этот закон (ERISA) разрешил прямое приобретение сотрудниками ценных бумаг работодателя, зачисляемых на их индивидуальный счет.

Вслед за принятием ERISA Конгресс одобрил ряд законодательных актов, имевших большое значение для реализации планов ESOP. Самым важным событием стало принятие в 1986 г. Закона о налоговой реформе (Tax Reform Act of 1986 — TRA86). Новые положения, содержащиеся в этих законодательных актах, предусматривали благоприятные условия для реализации планов ESOP, что способствовало расширению их использования. Например, недавно Конгресс одобрил реализацию планов ESOP в S-корпорациях. Об общих намерениях Конгресса в отношении этих планов можно судить по формулировкам включенных в TRA86 положений, в соответствии с которыми планы ESOP утверждались в качестве одного из методов корпо-

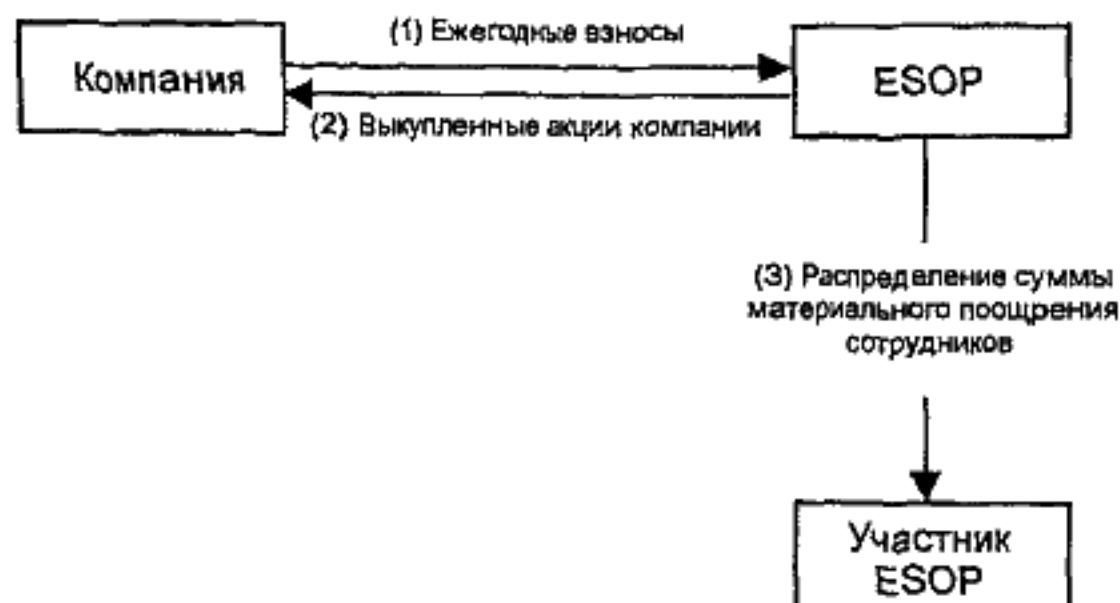
ративного финансирования.

Основные положения, регулирующие процесс разработки и обеспечения выполнения планов ESOP, содержатся в Кодексе внутренних доходов и сопутствующих постановлениях, касающихся уплаты налога с доходов. Целью данной главы является рассмотрение положений законодательства, относящихся к вопросам оценки, а также описание теории и методологии оценки в качестве руководства для специалистов, проводящих оценку для целей реализации планов ESOP.

Базовая система планов ESOP может быть изображена в виде схемы, приведенный на Диагр. 36.1.

Влияние на величину налога с доходов компании. В соответствии с законом взносы работодателя в рамках планов ESOP освобождаются от уплаты налогов. Работодатель или компания-спонсор имеют право делать в рамках этих планов взносы в размере вплоть до 15% утвержденного для этих целей годового фонда заработной платы за каждый год действия плана ESOP (расчетный год для плана ESOP, как правило, совпадает с финансовым годом компании) и вычитать сумму соответствующих взносов из суммы налогооблагаемого дохода. Размер этих вычетов при определенных обстоятельствах может быть увеличен до 25%. При использовании заемных средств для финансирования планов ESOP работодатель имеет право делать взносы в фонды ESOP в размере, превышающем 25% фонда заработной платы, при том условии, что сумма, превышающая 25% фонда заработной платы, будет использована для выплаты процентов по займам, используемым для финансирования планов ESOP. Кроме того, наличные дивиденды на акции, участвующие в планах ESOP, также не облагаются налогом при условии, что они используются для погашения кредита, полученного для финансирования этих планов.

Диаграмма 36.1 Базовая схема плана ESOP



или распределяются в форме наличных средств между участниками планов ESOP.

Инструмент корпоративного финансирования. Поскольку взносы в рамках планов ESOP освобождаются от налогов, эти планы при условии их надлежащей проработки могут служить вспомогательным средством, используемым для выполнения задач компании в финансовой сфере, таких как:

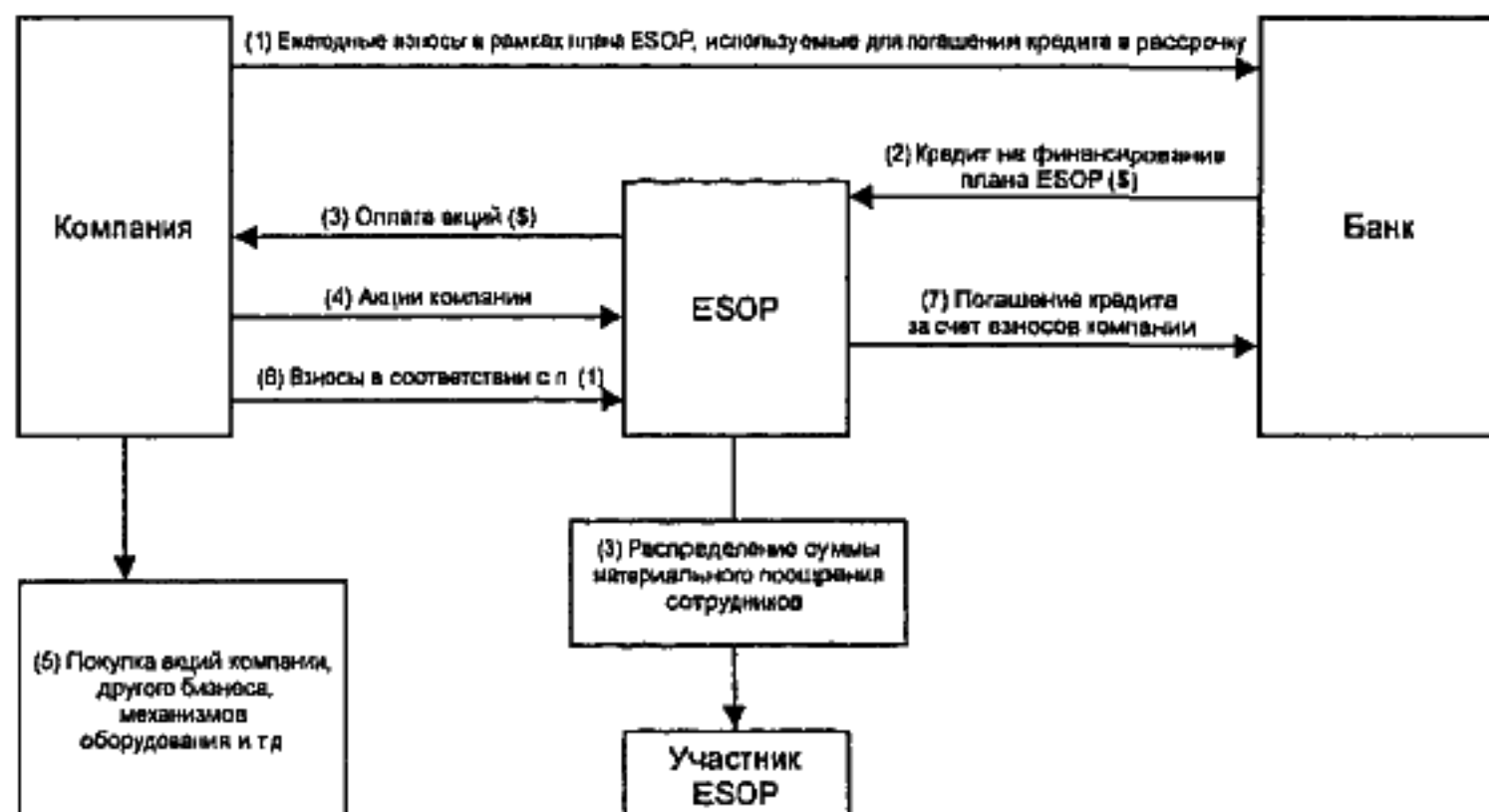
- Покупка корпоративных акций у самой компании
- Покупка корпоративных акций у акционеров, предлагающих такие акции на продажу
- Приобретение другой компании
- Приобретение имущества и оборудования

Схема работы по выполнению таких задач изображена в графическом виде на Диагр. 36.2.

Роль государственных органов. Реализация планов ESOP контролируется двумя государственными органами — Налоговым управлением и Министерством труда США.

Планы ESOP подлежат утверждению Налоговым управлением, которое проверяет их соответствие положениям и требованиям Кодекса внутренних доходов. После утверждения плана Налоговым управлением для сохранения налоговых привилегий, в соответствии с которыми взносы компании в план ESOP освобождаются от уплаты налогов, компания должна обеспечить постоянное соблюдение та-

Диаграмма 36.2 Базовая схема реализации плана ESOP при его финансировании с привлечением заемных средств.



ких требований.

Министерство труда США ведает вопросами фидуциарной ответственности в рамках реализации планов ESOP. В целом Министерство труда контролирует (1) независимость планов ESOP; (2) выплату обоснованной рыночной стоимости за акции, приобретенные в рамках планов ESOP, и (3) получение фондом ESOP оплаты на базе обоснованной рыночной стоимости в случае участия третьей стороны в операциях, связанных с планами ESOP.

Роль Фонда оценки

Фонд оценки (Appraisal Foundation) представляет собой некоммерческую образовательную организацию, созданную в 1987 г. Целью ее деятельности является повышение профессионального уровня специалистов, работающих в сфере оценки, за счет разработки и внедрения стандартов оценки и сертификации оценщиков. Данная работа выполняется и контролируется двумя независимыми советами Фонда: Советом по присвоению оценщикам квалификационных званий (Appraiser Qualifications Board — AQB) и Советом по стандартам оценки (Appraisal Standards Board — ASB). Члены обоих советов утверждаются Советом попечителей Фонда оценки, который также финансирует их работу. AQB устанавливает критерии оценки уровня образования и опыта оценщиков, сдающих квалификационные экзамены, а также правила проведения таких экзаменов. ASB занимается работой по внедрению и расширению использования общепризнанных стандартов профессиональной оценки.

В функции ASB входит внедрение Единых стандартов профессиональной практической оценки (Uniform Standards of Professional Appraisal Practice — USPAP) и контроль за их соблюдением. Кроме того, ASB устанавливает правила и требования к проведению оценки и оформлению ее результатов. USPAP устанавливают стандарты профессиональной оценки для всех сфер оценочной деятельности. Стандарты USPAP №№ 9 и 10 содержат минимальные требования к проведению оценки бизнеса и составлению отчета о ее результатах.

В функции AQB входит определение минимальных требований к квалификации оценщиков для их сертификации и выдачи лицензий штатов. Кроме того, AQB устанавливает стандарты, используемые при обучении специалистов в области оценки и при их тестировании.

Определения

Понимание приводимой ниже терминологии важно для любого лица, планирующего приступить к реализации плана ESOP. Мы постарались дать обобщенные, неспециальные определения некоторых терминов, относящихся к

сфере ESOP.

Адекватный размер компенсации. Применительно к ценным бумагам закрытых компаний такая компенсация определяется как обоснованная рыночная стоимость акций, установленная попечителем или назначенным доверенным лицом, действующими добросовестным образом при полном соблюдении предписаний Министерства труда [ERISA, статья 408(b)(2)]. Вместе с тем, в соответствии с положениями статьи 170 Кодекса внутренних доходов, ценные бумаги закрытых компаний подлежат оценке независимым оценщиком.

Взносы в виде наличных средств и/или акций. Взносы в рамках планов ESOP в виде наличных средств и/или ценных бумаг компании работодателя подлежат зачету для уменьшения суммы корпоративных налогов. С точки зрения оценки не имеет значения, идет ли речь о покупке пакета акций компании за наличные деньги в рамках плана ESOP или о взносе в рамках этого плана в виде акций компании без их оплаты наличными. Однако при этом, разумеется, необходимо скорректировать сумму доходов или объем денежного потока соответственно.

Ценные бумаги закрытых компаний. Если ценные бумаги компании не являются предметом торгов на открытом рынке (см. определение «продажа на открытом рынке»), то это означает, что их держателями является ограниченный круг лиц. В соответствии с требованиями законодательства, оценка ценных бумаг данной категории должна производиться на базе концепции обоснованной рыночной стоимости с учетом всех релевантных факторов и с соблюдением принципа добросовестного подхода к оценке.

Планы по включению сотрудников в число акционеров компании (ESOP). Планы по включению сотрудников в число акционеров компании относятся к числу планов, предназначенных для предоставления сотрудникам компаний дополнительных льгот. В соответствии с Кодексом внутренних доходов реализация таких планов дает компаниям определенные налоговые льготы. В рамках ESOP создаются индивидуальные планы отдельных сотрудников, т.е. открываются счета, на которые перечисляются бонусы сотрудников в виде акций компании, или же комбинированные счета, которые используются для перечисления бонусов в виде акций и для взносов в рамках программ пенсионного обеспечения. Планы ESOP в первую очередь должны использоваться для инвестиций в ценные бумаги компании (работодателя), передаваемые в собственность сотрудников; кроме того, существует ряд других требований Налогового управления США, которые должны соблюдаться при реализации этих планов. Поскольку планы ESOP связаны с внесением взносов со

стороны работодателя, обязательным требованием является открытие индивидуальных счетов в рамках этих планов для каждого из их участников. Сумма материального поощрения, полученная каждым участником, определяется исключительно исходя из размера соответствующих взносов, перечисленных на его индивидуальный счет, с учетом полученного дохода, сопутствующих расходов, прибыли или убытков, и перераспределения средств, поступивших в распоряжение компании вследствие лишения каких-либо других участников планов ESOP прав на получение соответствующих льгот.

После выхода на пенсию работника, а также в случае его кончины или признания нетрудоспособным, или же по другим причинам, обусловившим прекращение найма работника, средства, накопленные на его индивидуальном счете, подлежат выдаче данному работнику или его бенефициару в виде акций компании или в виде наличных средств. Величина соответствующей выплаты определяется на основе стоимости акций, зачисленных на счет работника, и их количества. Таким образом, общая сумма материального поощрения, выплачиваемого каждому участнику, изначально не устанавливается, а находится в зависимости от величины средств, находящихся на его счете на момент их снятия, и состоящих, как правило, в основном из акций компании.

Фидуциар. Фидуциаром является лицо, обладающее дискреционными полномочиями по вопросам, относящимся к управлению планами ESOP, или правом контроля за управлением этими планами, либо лицо, обладающее полномочиями по распоряжению активами, относящимися к данным планам, или имеющее право контроля за использованием этих активов. К числу прав или обязанностей фидуциара относится проведение консультаций по инвестициям в рамках этих планов, в т.ч. по вопросам, касающимся денежных средств или любых других видов собственности, за что он в прямой или косвенной форме получает определенное вознаграждение. К числу фидуциаров также относятся лица, обладающие дискреционными полномочиями или дискреционными обязанностями, относящимися к реализации планов ESOP.

Добросовестный подход. В соответствии со статьей 3(18)(B) Закона о безопасности пенсионных доходов трудящихся (ERISA), фидуциар при определении обоснованной рыночной стоимости обязан обеспечить добросовестный подход к рассмотрению всех релевантных фактов и обстоятельств, существующих на дату проведения оценки, а также применение надежных методов оценки при ее проведении. При этом добросовестный подход также подразумевает использование в таких ситуациях услуг независимого оценщика.

Независимый оценщик. Что касается оценки, проводимой в рамках планов ESOP, то независимым считается оценщик, удовлетворяющий требования статьи 1.170A-13T(5) Свода постановлений Налогового управления США. В соответствии с этими правилами, любое лицо, нанятое для проведения оценки налогоплательщиком, т.е. оцениваемой компанией, не является независимым. Далее, в правилах указывается, что независимым также не является любое лицо, проводящее оценку, в отношении которого «могут возникнуть основания поставить под вопрос его независимость» в связи с характером его отношений с налогоплательщиком, т.е. с оцениваемой компанией. Для целей статьи 3(18)(B) Закона о безопасности пенсионных доходов трудящихся (ERISA), при проведении оценки в рамках реализации планов ESOP считается, что подход, проявленный при ее проведении, не может быть оценен как добросовестный, если оценка не была произведена лицом, не зависящим от всех сторон, участвующих в данной операции (не являющейся непосредственной операцией в рамках плана ESOP), и если это лицо не обладает опытом и специальными знаниями, необходимыми для проведения оценки.

Заинтересованная сторона/«дисквалифицированное» лицо. Статья 3(14) Закона ERISA налагает запрет на определенные «операции» между любыми заинтересованными сторонами и фондом ESOP. Кроме того, в соответствии со статьей 4975(e)(2) данного Закона, в «определенных обстоятельствах» такой же запрет налагается для определенного круга «дисквалифицированных» лиц. В целом, Закон дает идентичные определения «заинтересованных сторон» и «дисквалифицированных лиц», в число которых входят:

- Фидуциар.
- Лицо, оказывающее услуги в рамках реализации плана ESOP.
- Владелец компании, сотрудники которой участвуют в плане ESOP.
- Лицо, прямо или косвенно владеющее не менее 50% корпоративных акций всех классов (в стоимостном выражении или дающих право голоса в указанном объеме)
- Старшее должностное лицо, директор, акционер, владеющий не менее 10% акций компании или фирмы, оказывающей услуги данной компании, а также сотрудник компании, получающий высокую заработную плату.
- Близкие родственники все вышеперечисленных лиц.

Запрещенные операции. В соответствии со статьей 406(a)(1) Закона ERISA, фидуциар обязан не допускать совершения в рамках плана ESOP любых операций, прямо или косвенно связанных с действиями, перечисленными ниже:

- Продажа, обмен или аренда любой собственности, относящейся к плану ESOP, с участием заинтересованной стороны.
- Предоставление заинтересованной стороне кредита из фондов, относящихся к плану ESOP.
- Приобретение любых ценных бумаг работодателя в нарушение правил, установленных ERISA в отношении фидуциарной ответственности

Правила, касающиеся запрещенных операций, не распространяются на займы, предоставленные для реализации планов ESOP, при условии, что заем будет главным образом использован в интересах участников плана ESOP и что он предоставляется под разумный процент [статья 408(b)(2) Закона ERISA]. В соответствии со статьей 408(e) данного Закона, запрет также не распространяется на сделки по продаже или приобретению ценных бумаг компании работодателя при условии выплаты адекватной компенсации и заключения таких сделок не на комиссионной основе.

Опцион «пут». Опцион «пут» предоставляет держателю ценной бумаги, т.е. получателю акций в рамках плана ESOP, право их продажи после получения или самому фонду ESOP, или компании-спонсору. Опцион «пут» является обязательным требованием для планов ESOP, финансируемых с привлечением заемных средств; однако в случае финансирования плана за счет собственных средств компании такое требование не является обязательным. Ниже в качестве примера приводится текст положения, в котором оговариваются условия опциона «пут»:

Держателям акций компании-работодателя, приобретенных фондом ESOP (трастом) за счет заемных средств, полученных для финансирования этого плана, после получения таких акций предоставляется опцион «пут» при условии, что данные акции не обращаются на публичном рынке в соответствии с толкованием, приводимым в статье 54 4975-7(b)(1)(iv) Свода правил Министерства финансов США. Опцион «пут» предоставляет держателям акций право требования от компании выкупа акций по их обоснованной рыночной стоимости

Законодательные требования к планам ESOP и условия предоставления налоговых льгот. На планы ESOP распространяются те же условия предоставления налоговых льгот, предусмотренные в статье 401 (a) Кодекса внутренних доходов, что и на другие компенсационные планы. Планы ESOP должны разрабатываться исключительно в интересах сотрудников компании или их бенефициаров.

В соответствии со статьей 407(d)(6) Закона 1974 г. о безопасности пенсионных доходов трудящихся (ERISA), с учетом внесенных в него изменений и дополнений, а также в соответствии со статьей 4975(e)(7) Кодекса внутренних доходов 1986 г., план ESOP определяется как план, предусматривающий выплату сотрудникам бо-

нуса в виде акций компании, или предусматривающий комбинированную форму предоставления льгот сотрудникам в виде бонуса, выплачиваемого в виде акций, и пенсионных взносов, подпадающую под действие статьи 401 (а) указанного Кодекса.

Ценные бумаги компании-работодателя. К данной категории относятся все ценные бумаги работодателя в соответствии с определением, приведенным в статье 409A(1) Закона ERISA. В соответствии с этим определением, к ценным бумагам компании работодателя относятся обыкновенные акции, «легко реализуемые на фондовом рынке», или не подлежащие досрочному погашению привилегированные акции, которые могут быть конвертированы в обыкновенные акции по справедливой цене. Если спонсор плана не имеет легко реализуемых акций, выпущенных в обращение, «ценные бумаги работодателя» состоят из обыкновенных акций, дающих право голоса и право на получение дивидендов в совокупном объеме не менее объема соответствующих прав, предоставляемых классом обыкновенных акций, дающим наибольший объем голосующих прав и прав на получение дивидендов.

Право первого выбора. На основании данного права акции сотрудников, прежде чем они могут быть переданы компании-спонсору, должны быть сначала предложены фонду ESOP (трасту), и только в случае его отказа данные акции подлежат передаче спонсору.

Вопросы оценки

Оценка акций закрытых компаний, проводимая в рамках реализации планов ESOP, подлежит контролю со стороны Налогового управления и Министерства труда США. Для целей статей 54.4975-7(b)(9) и (12) Кодекса внутренних доходов, такая оценка требует обеспечения добросовестного подхода к ее проведению. В случае совершения сделки между фондом ESOP и «дисквалифицированным лицом», проведение независимой оценки само по себе не означает обеспечения добросовестного подхода к ней. В то же время, во всех других случаях, определение обоснованной рыночной стоимости независимым лицом, проводимое, как минимум, ежегодно, считается добросовестной оценкой, если привлеченный к ее проведению оценщик занимается такого рода деятельностью на основе обычного права и является независимым от всех сторон, участвующих в операции, на которую распространяются положения статей 54.4975-7(b)(9) и (12).

В соответствии с требованиями законодательства, оценка должна проводиться на основе добросовестного подхода с учетом всех релевантных факторов, оказывающих воздействие на стоимость ценных бумаг. Оценка ценных бумаг закрытых компаний для целей реализации планов ESOP регулируется Постановлением 59-60 налогового управления США с учетом вне-

сенных в него изменений и дополнений. При выполнении заданий на такую оценку соблюдение требований указанного постановления имеет первостепенное значение. Применение его основных положений зависит от обстоятельств, сопутствующих выполнению каждого конкретного задания на оценку.

При выполнении заданий, связанных с оценкой для целей ESOP, особое внимание следует уделить следующим вопросам.

Методология оценки

Метод оценки выбирается самим оценщиком. Оценщик должен иметь полную свободу выбора метода, который он сочтет наиболее подходящим для определения стоимости в данном конкретном случае. Методика, используемая оценщиком, должна соответствовать характеру стоящих перед ним целей и обеспечивать возможность учета всех релевантных факторов. Оценщик должен также четко и логично изложить использованные им принципы и методы оценки в отчете о ее результатах. Как правило, для целей планов ESOP может быть использована общая методология, принятая в сфере оценки. Тем не менее, при оценке в рамках планов ESOP методы, основанные на прогнозе показателей деятельности оцениваемого объекта, должны использоваться только в особых, нетипичных обстоятельствах. Это связано с тем, что, как правило, данные последующих оценок показывают, что применение методов, основанных на прогнозе будущих показателей деятельности, приводит к получению стоимостных показателей, отличающихся от обоснованной рыночной стоимости объекта оценки в ту или другую сторону. Такая ситуация при проведении оценки для целей ESOP считается недопустимой.

Кроме того, составление точных прогнозов для закрытых компаний представляет собой весьма сложную задачу. Составлением прогнозов чаще всего занимается руководство компании или другие заинтересованные лица, поэтому прогнозы нельзя считать составленными беспристрастно. Наконец, в некоторых отношениях оценка для целей планов ESOP аналогична оценке, проводимой для расчета налогов на дарение имущества и на передачу имущества по наследству: как и в последних двух случаях, при проведении оценки для целей планов ESOP все события, которые произойдут после даты оценки, не считаются релевантными. Вполне очевидно, что оценщик должен рассмотреть дальнейшие перспективы оцениваемого объекта; существуют также ситуации, в которых надлежит использовать Метод дисконтированных будущих доходов (или денежного потока). Тем не менее, для целей планов ESOP возможность использования этих методов должна быть тщательно взвешена оценщиком.

Профессионализм

Оценщик должен обладать профессиональными навыками высокого уровня вне зависимости от того, имеет ли он сертификат, выданный ассоциацией

специалистов в данной области, или нет. Он должен рассматривать свою работу в качестве профессиональной деятельности, требующей наличия специальных знаний и соблюдения этических норм. Главный акционер компании и доверенные лица, занимающиеся реализацией плана ESOP, должны проследить за тем, чтобы оценка была проведена на высоком профессиональном уровне; в частности, они должны обеспечить следующее:

- Составление полного и точного заключения о стоимости с четким и логичным изложением всех выводов.
- Соблюдение полной конфиденциальности информации.
- Использование услуг специалиста по оценке, обладающего квалификацией, достаточной для выполнения конкретного задания.
- Согласование размера вознаграждения, причитающегося оценщику, которое не должно каким-либо образом зависеть от результатов оценки.
- Получение от оценщика подтверждения об отсутствии у него материальной заинтересованности любого рода в отношении оцениваемой собственности.
- Привлечение к работе оценщика, являющегося независимым от всех заинтересованных сторон, т.е. предотвращение ситуации, в которой оценщик действовал бы в интересах одной из сторон.

Эти требования изложены в документе «Принципы практической оценки и моральный кодекс», опубликованном Американским обществом оценщиков (ASA), в Единых стандартах профессиональной оценочной деятельности (USPAP), разработанных Фондом оценки, а также в Стандартах оценки бизнеса Американского общества оценщиков.

Дата оценки

Разработанный надлежащим образом план ESOP должен содержать положения, характеризующие политику компании в отношении распределения материального поощрения, причитающегося сотрудникам фирмы в соответствии с данным планом. Как правило, распределение акций компании в текущем году производится на основе их обоснованной рыночной стоимости, установленной в предшествующем году. В то же время операция, совершаемая фондом ESOP с «дисквалифицированным лицом», требует проведения оценки на дату совершения такой операции.

«Размытие» капитала

В случае использования в рамках плана ESOP собственных акций корпорации, которые были формально выпущены, но в данный момент не находятся в обращении, не голосуют и не приносят дивидендов, или уставных акций

компании, которые не были формально выпущены, необходимо принять во внимание «размытие» капитала. Для определения обоснованной рыночной стоимости в расчете на одну акцию на базе полного «размытия» капитала используется следующая формула:

Цена акции на базе полного «размытия» капитала = Разнице между общей стоимостью компании (в долл. США) и стоимостью акций, приобретаемых в рамках плана ESOP, или совокупной стоимостью вносимых акций (в долл. США), деленной на количество выпущенных в обращение акций до приобретения их части в рамках плана ESOP.

Выпущенные в обращение акции определяются как акции, фактически находящиеся в обращении на дату проведения оценки, включая эквиваленты акций, и в т.ч. на базе полного «размытия» капитала, если таковое имеет место в соответствии с приведенным в данном разделе определением. Данное определение охватывает планы ESOP, финансируемые как за счет заемных, так и за счет собственных средств компании, и относится к любым акциям вне зависимости от того, были ли они зачислены на индивидуальные счета участников плана или нет.

Корректировка величины доходов

Поскольку затраты в виде взносов в фонды планов ESOP, финансируемых с использованием собственных средств компании, по своему характеру являются дискреционными, вопрос относительно воздействия этих затрат на величину доходов до уплаты налогов является достаточно спорным. В соответствии с нашей точкой зрения на этот вопрос, взносы в рамках планов ESOP должны рассматриваться в качестве дискреционных расходов, и таким образом они требуют проведения тех же действий, что и любые другие виды таких расходов, а именно: в случае выявления избыточных расходов, для определения потенциальной доходности компании необходимо прибавить их сумму к величине доходов до уплаты налогов. Например, если размер взносов компании-спонсора в фонды ESOP, финансируемые за счет собственных средств компании, составляет 1 % объема продаж, в то время как соответствующая норма для данной отрасли составляет 0,5 %, то к величине доходов до уплаты налогов необходимо прибавить половину суммы взносов, произведенных компанией в рамках плана ESOP.

Такая корректировка оказывает влияние на показатели баланса компании-спонсора в тех случаях, когда начисленные взносы в фонд ESOP используются для покупки акций по окончании финансового года или размещаются в акции. Например, компания начисляет соответствующую сумму взносов в рамках плана ESOP в конце финансового года (31 декабря), но фактически не производит ее выплату до наступления срока подачи налоговой декларации, который во многих случаях может продлеваться. Эта начисленная сумма фиксируется в балансе компании по состоянию на конец года в виде текущего обязательства. Однако, в соответствии с общепринятой

практикой ведения бухгалтерского учета, начисленные взносы в рамках планов ESOP должны отражаться в отчетности как часть акционерного капитала — естественно, при условии, что компания намеревается осуществить продажу своих акций фонду ESOP до момента подачи налоговой декларации.

В случае, если компания-спонсор на текущий момент реализует несколько компенсационных планов, корректировка объема доходов должна производиться с учетом совокупного размера дискреционных расходов в рамках этих планов. Зачастую планы ESOP используются в качестве дополнительных программ к уже существующим компенсационным планам. В этих случаях также необходимо произвести корректировку доходов вне зависимости от размера взносов в базовый план. Целью корректировки является определение потенциальной доходности компании с учетом расходов на материальное поощрение сотрудников, которые относятся к категории затрат на ведение бизнеса.

Ликвидность

При сопоставлении ценных бумаг закрытых компаний с ценными бумагами, находящимися в свободном обращении на рынке, в соответствии с практикой, принятой в сфере оценки, необходимо рассчитать величину скидки на отсутствие ликвидности ценных бумаг, являющихся объектом оценки. При оценке, проводимой для целей ESOP, следует принять во внимание ряд важных факторов, оказывающих влияние на величину указанной скидки, таких как:

- Наличие опциона «пут» и его условия.
- Ликвидность фондов ESOP (траста) и/или возможности компании по обращению выплачиваемого материального поощрения в рамках плана ESOP в ликвидные средства.
- Существующая практика учета размера и планирования соответствующих обязательств.
- Политика комитета, осуществляющего управление фондом ESOP, и данные об обратном выкупе акций компании, выданных сотрудникам в рамках этого плана.

При реализации планов ESOP одной из основных задач является создание рынка сбыта акций компании. Величина скидки на отсутствие ликвидности зависит от того, насколько успешно компания справилась с выполнением этой задачи с точки зрения возможности продажи акций участниками плана ESOP или их бенефициарами. Данный вопрос требует проведения анализа за каждый отдельно взятый год и в каждом конкретном случае. Оценщик должен логически и документально обосновать рассчитанную им величину скидки на неликвидность. Он также не должен принимать в расчет

только наличие опциона «пут» как такового: необходимо убедиться, что он может быть принудительно осуществлен в судебном порядке, а также выяснить вопрос его финансового обеспечения со стороны компании-спонсора.

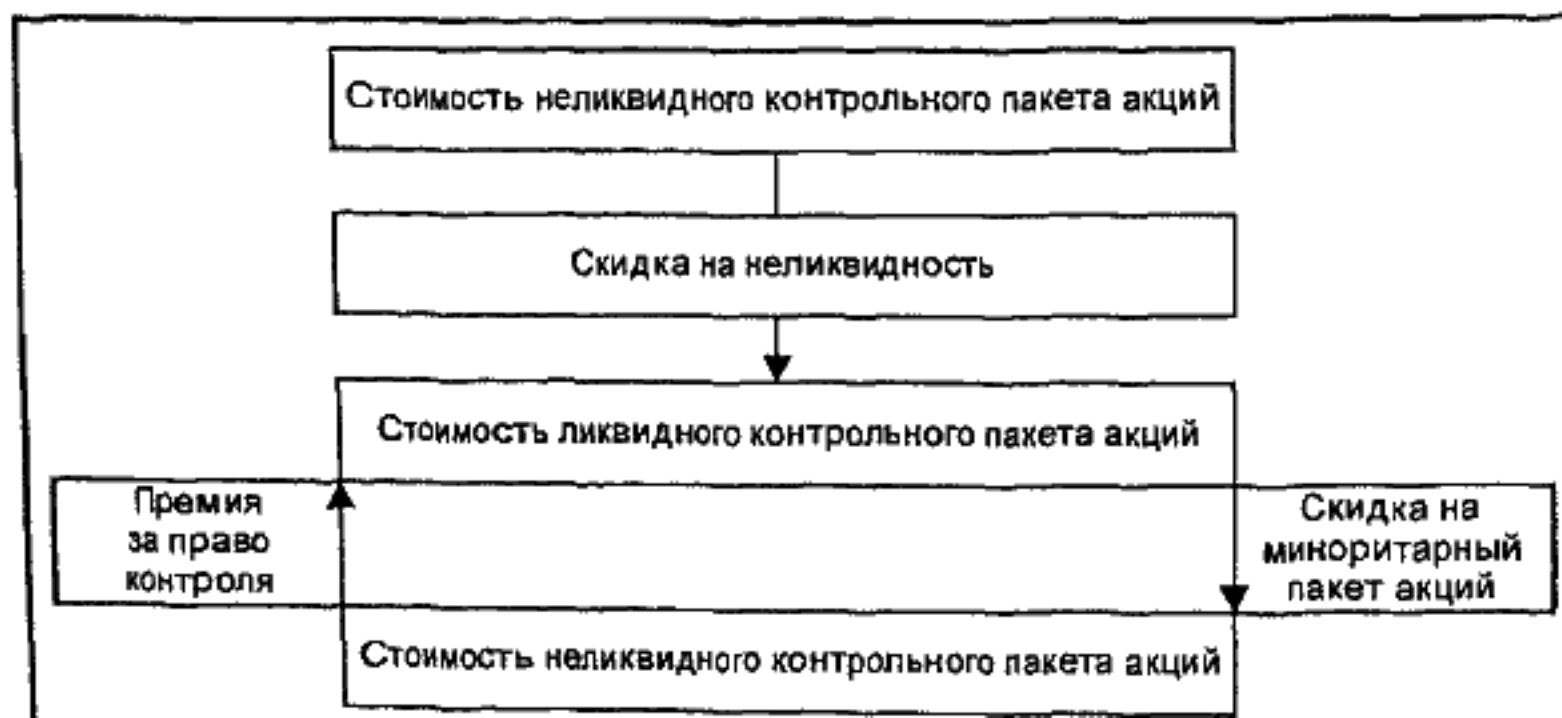
Взаимосвязь между стоимостью контрольного и миноритарного пакетов акций

В соответствии с Постановлением 59-60 Налогового управления США, при проведении оценки бизнеса необходимо принимать в расчет размер пакетов акций. Оценка, проводимая в рамках реализации планов ESOP, обычно производится в следующих целях:

- Оценка взносов компании в фонд ESOP в виде ее акций или покупка фондом ESOP таких акций
- Оценка средств, находящихся на счету участников планов ESOP на конец соответствующего года.
- Определение стоимости фондов материального поощрения, выплачиваемых участникам планов ESOP в соответствии с условиями реализации таких планов.

При оценке для целей планов ESOP оценка может производиться на базе как контрольного, так и миноритарного пакета акций, что зависит от размера пакета акций, приобретенного фондом ESOP или принадлежащего ему. Например, если фонд ESOP владеет миноритарной долей участия в капитале компании, то оценка производится с использованием методологии, применяющейся при оценке миноритарного пакета акций. С другой сторо-

Диаграмма 36.3 Взаимосвязь отдельных элементов стоимости объекта оценки: контрольный/миноритарный пакет акций



ны, если фонду ESOP принадлежит контрольный пакет акций компании, оценка производится на базе долевого участия, предоставляющего права контроля над деятельностью компании. В обоих случаях, средства, подлежащие зачислению на индивидуальные счета участников плана ESOP, вне зависимости от прав сотрудников на эти средства, предусмотренные условиями плана, подлежат оценке на основе пропорциональной доли пакета акций, находящегося в собственности фонда ESOP.

Взаимосвязь между миноритарным и контрольным пакетами акций и скидкой на неликвидность может быть изображена в графическом виде, как показано на Диагр. 36.3.

В зависимости от ситуации и выбранной методологии, окончательная стоимость объекта оценки должна быть рассчитана с использованием скидки на миноритарную долю участия в капитале компании или премии за право контроля. Все расчеты следует подкрепить соответствующими доказательствами, которые должны быть четко изложены в отчете об оценке.

За редкими исключениями (при проведении оценки для первой из вышеуказанных целей) в рамках планов ESOP оцениваются миноритарные пакеты акций компании, что, соответственно, требует рассмотрения необходимости применения скидки с учетом миноритарного характера участия в капитале компании. При оценке для целей планов ESOP вопрос о применении премий или скидок должен рассматриваться в каждом случае отдельно с учетом следующих факторов:

- Характер операции.
- Положения, регулирующие права собственности, предусмотренные планом и/или содержащиеся в постановлениях совета директоров или административного комитета ESOP.
- Меры контроля за участием в плане.
- Соглашения, затрагивающие вопросы будущей собственности в рамках ESOP, и характер таких соглашений.

В случае, если фонд ESOP владеет контрольным пакетом акций или такой пакет акций перейдет в его распоряжение в течение достаточно не продолжительного периода времени, оценка должна проводиться на базе доли в компании, дающей право контроля над ее деятельностью. С другой стороны, если фонд ESOP не накопит акций в размере, составляющем контрольный пакет, оценка должна производиться на базе миноритарного пакета акций.

Формулы, или эмпирические правила

При оценке ценных бумаг работодателя, проводимой в рамках планов ESOP, считается, что методы, основанные на формулах, или эмпирических правилах, являются слишком ненадежными, и поэтому такие методы рас-

считаются как неприемлемые. Это объясняется целым рядом причин; однако достаточно сказать, что любая формула, даже если она дает логичные результаты, не может удовлетворять требованиям, содержащимся в Постановлении 59-60 Налогового управления США. Таким образом, оценка, основанная на применении формул, не может рассматриваться как оценка, проведенная при соблюдении добросовестного подхода к ней, что может поставить под вопрос сохранение в дальнейшем самого статуса основанного на такой оценке плана.

Эмпирические правила существуют во многих отраслях и успешно применяются в оценке, проводимой при продаже или приобретении бизнеса, однако это не означает, что на эти правила можно полагаться при проведении оценки в рамках ESOP. Это распространяется и на использование A.R.M. 34, или формул избыточной прибыли.

Расчет взвешенных значений

Расчет взвешенных значений с учетом различных оценочных факторов с целью составления заключения о стоимости уже давно получил самое широкое распространение. Конечно, существует достаточно большое количество судебных прецедентов, когда при составлении окончательного заключения о стоимости использовался метод взвешивания различных факторов — в основном, показателей объема доходов, балансовой стоимости и потенциальных возможностей по выплате дивидендов. Тем не менее, взвешивание представляет собой дополнительный метод, используемый в рамках подхода, основанного на применении формул, при котором надежные методы практической оценки подменяются произвольными математическими расчетами. Оценщику не следует использовать произвольное взвешивание полученных результатов, поскольку комбинирование правильного значения с одним или несколькими неправильными приведет к получению ошибочного результата. При составлении заключения о стоимости оценщику следует использовать свое собственное обдуманное суждение, которое он впоследствии должен документально обосновать. Если все же оценщик воспользуется методом взвешивания, он должен будет четко и логично обосновать использование метода, при котором производится комбинирование нескольких значений стоимости.

Документация

Составление документации является важной частью выполнения задания на оценку. Объем такой документации в большой степени зависит от характера самого задания, а также от требований и нужд клиента и широкого круга заинтересованных лиц. Тем не менее, любая оценка в рамках планов ESOP должна сопровождаться подготовкой документации в объеме, достаточном для того, чтобы подтвердить, что оценщик в ходе работы строго придерживался общепринятых практических методов оценки с соблюдением соответ-

ствующих правил и стандартов. Далее, каждый отчет об оценке должен быть основан на самостоятельных выводах и автономных данных, без использования документации, составленной в прошлом. Таким образом, проведение оценки в рамках планов ESOP требует подготовки независимого и всестороннего отчета в соответствии с требованиями, изложенными в стандартах USPAP, а также в Стандартах оценки бизнеса BVS-VIII, опубликованных Комитетом по вопросам оценки бизнеса Американского общества оценщиков.

Ниже приводится минимальный перечень вопросов, которые должны быть освещены в отчете об оценке, проведенной в рамках плана ESOP:

- Цель оценки.
- Дата, на которую проведена оценка, и дата составления отчета.
- Условные обстоятельства и ограничения, оказывающие влияние на оценку.
- Описание и анализ объекта оценки.
- Заявление об отсутствии личной заинтересованности оценщика и независимости его действий.
- Выбранная методология оценки. Методология, выбранная оценщиком, должна соответствовать цели оценки и должна быть изложена четко и логично. Далее, необходимо привести четкое и логичное обоснование всех выводов, имеющих отношение к стоимости, и их использования в процессе оценки.
- Подтверждение факта соблюдения требований соответствующих правил, постановлений и распоряжений.
- Квалификация оценщика.
- Оценщик должен заверить указанные в отчете результаты оценки своей подписью, или же оценщик должен быть указан в отчете в качестве лица, ответственного за результаты определения стоимости, содержащиеся в данном отчете.

Реализация плана

Реализация плана имеет крайне важное значение. Оценщик должен проанализировать содержание плана и ход его выполнения с тем, чтобы удостовериться в соблюдении положений устава, предписаний, а также условий, предусмотренных планом, имеющих отношение к вопросам оценки, в т.ч. в контексте формальных и всех других действий, имеющих отношение к плану ESOP, которые были предприняты советом директоров компании, административным комитетом ESOP или попечителем фонда ESOP.

Заключение

План ESOP представляет собой программу поощрения сотрудников компании-спонсора, для которой предусмотрены налоговые льготы. Средства, выделенные в качестве материального поощрения, накапливаются на индивидуальных счетах сотрудников, участвующих в данной программе. Эти средства подлежат выдаче сотруднику или его бенефициару после его выхода на пенсию или увольнения из компании, а также в случае смерти или признания данного работника нетрудоспособным. Компании-спонсору в процессе реализации плана ESOP рекомендуется воспользоваться помощью со стороны компетентных специалистов, предоставляющих консультации в юридической и финансовой сферах. Для оформления необходимых документов следует привлечь к работе поверенного, хорошо знакомого с вопросами, связанными с планами ESOP; оценку следует поручить независимому оценщику, сертифицированному профессиональным обществом оценщиков и обладающему опытом работы в данной сфере. При соблюдении компанией всех этих рекомендаций реализация плана ESOP может дать хорошие плоды в виде материальных выгод для компании, ее сотрудников и акционеров.

Оценка долей в товариществах с ограниченной ответственностью семейного типа и в компаниях с ограниченной ответственностью для целей имущественного планирования

КЕРТИС Р. КИМБОЛЛ (CURTIS R. KIMBALL)

Управление портфелем активов, представляющих собой инвестиции, размещаемые товариществом с ограниченной ответственностью, является далеко не новой идеей. В то же время, этой организационно-правовой форме деятельности за последний десяток лет уделяется особое внимание в качестве механизма, используемого для управления семейными инвестициями и для имущественного планирования. В данной главе представлена общая схема анализа ключевых элементов, которые необходимо рассмотреть при оценке долей участия в товариществах с ограниченной ответственностью семейного типа (family limited partnership — FLP) и компаний с ограниченной ответственностью (limited liability company — LLC). Мы не претендуем на полный охват данного предмета, поскольку наша компания, в числе многих других фирм, занимается изучением данного вопроса на протяжении немногим более десяти лет.

Первый вопрос, который подлежит изучению для обеспечения должной подготовки к выполнению оценки FLP и LLC, заключается в рассмотрении характеристик действующей или организуемой компании. Возможно, это потребует работы в более тесном контакте с семейными консультантами по юридическим вопросам и вопросам налогообложения, чем привыкло большинство оценщиков, но такой контакт уже на самом начальном этапе работы приносит хорошие плоды. Дело в том, что законы отдельных штатов во многом определяют трактовку вопросов, относящихся к долевному участию в товариществах, с точки зрения их оценки. Кроме того, знание федеральных законов и постановлений, касающихся налогов на доходы и налогов на наследство и дарение, важно для проведения анализа и лучшего понимания ограничивающих и других факторов, оказывающих влияние на стоимость

Второй вопрос, требующий рассмотрения при проведении оценки FLP — это структура активов и обязательств товарищества. Оценщик должен проанализировать как величину стоимости и денежного потока, относящуюся к каждой позиции активов и обязательств, так и взаимодействие всех активов и обязательств, и составить на этой основе окончательное заключение о стоимости оцениваемого портфеля.

Третий вопрос — определение соотношения между стоимостью портфеля активов и обязательств FLP и стоимостью индивидуальных долей участия в товариществе. В зависимости от результатов анализа самых важных факторов на предыдущих двух этапах, как правило, требуется корректировка стоимости оцениваемой доли с применением скидок с учетом относительно меньшего объема прав контроля над деятельностью компании, предоставляемого данной долей, и ее относительно меньшей ликвидности. Размер этих скидок устанавливается на основе изучения данных о ценах на ценные бумаги публичных и других компаний, занимающихся идентичным или аналогичным видом деятельности.

Одно из преимуществ FLP с точки зрения налогообложения заключается в том, что индивидуальные доли участия в товариществе для целей оценки являются миноритарными, хотя в целом товарищество принадлежит одной семье. Таким образом, своевременное проведение ряда операций по дарению или продаже индивидуальных долей по обоснованной рыночной стоимости с целью имущественного планирования обеспечивает уменьшение общей стоимости имущества, облагаемого налогом при передаче собственности в компании по наследству внутри семьи.

Согласно нашей информации, величина скидок со стоимости долей в таких случаях зависит от результатов анализа различных факторов, выявленных в процессе анализа, и их практического использования в процессе оценки. Исследование данных, относящихся к долевному участию в капитале товариществ и их сравнение с данными по ценным бумагам компаний, занимающихся идентичных или сходным видом деятельности, показывает, что в зависимости от указанных факторов величина скидок варьируется в значительных пределах — от 10 до 80 процентов.

Введение

Товарищества с ограниченной ответственностью существуют уже достаточно давно, и поэтому концепция их использования в качестве инвестиционного механизма далеко не нова. Многие предприниматели, занимавшиеся инвестициями в недвижимость в 1960 — 1980 годах, использовали схему работы через товарищества с ограниченной ответственностью для осуществления синдицированных инвестиций в данную отрасль. Сегодня в форме товарищества или компании с ограниченной ответственностью организованы многие «хеджевые» фонды и венчурные инвестиционные фонды.

Товарищество с ограниченной ответственностью представляет собой отдельное юридическое лицо, основанное в соответствии с законом соответствующего штата, организационная форма такого товарищества подразумевает наличие полного («общего») партнера, несущего неограниченную ответственность и осуществляющего управление деятельностью товарищества, и партнеров с ограниченной ответственностью, несущих ограниченную ответственность по обязательствам товарищества и не участвующих в процессе управления деятельностью компании. С точки зрения налогообложения товарищества с ограниченной ответственностью (так же, как и компании с ограниченной ответственностью, которые в этом отношении ближе к полному (общему) товариществу) представляют собой компании, доходы и расходы которых переводятся на индивидуальных членов товарищества. Таким образом, налогооблагаемые операции товариществ и компаний с ограниченной ответственностью подлежат внесению в персональные налоговые декларации партнеров или членов товарищества (или акционеров компании), т.е. налогообложению на уровне индивидуальных владельцев долей в таких компаниях.

Начиная с 1986 г., после введения в действие Закона о налоговой реформе (Tax Reform Act) и принятия новых правил, отменяющих доктрину о налоговых льготах для некоторых предприятий коммунального хозяйства (General Utilities doctrine), для S-корпораций стало практически невозможным избежать двойного налогообложения доходов от прироста капитала, т.е. уплаты налогов как на уровне компании, так и на уровне отдельных акционеров. В результате организация фирмы в форме S-корпорации стала более предпочтительным методом структурирования долевого участия в товариществах семейного типа. Однако ввиду более обременительных ограничений на право собственности и дополнительных трудностей в сфере налогообложения, с которыми сталкиваются S-корпорации при реализации инвестиционного дохода, а также в связи с другими проблемами, связанными с более низкой маневренностью S-корпораций, данную организационную форму нельзя считать идеальной для управления семейными инвестициями, которые чаще всего представляют собой капитал, накопленный на протяжении нескольких десятилетий за счет больших усилий и тяжелого труда.

Товарищества с ограниченной ответственностью (а с недавнего времени и компании с ограниченной ответственностью) представляют собой более гибкую организационную форму, в связи с чем они больше подходят для управления семейным капиталом. Поэтому многие специалисты, занимающиеся практической работой в области имущественного планирования, используют товарищества с ограниченной ответственностью в качестве конечного механизма для вложения средств и управления активами их клиентов. Эти так называемые товарищества с ограниченной ответственностью семейного типа (FLP) и компании с ограниченной ответственностью (LLC) и находятся в центре данного обсуждения.

FLP предоставляют дополнительные возможности в планировании дарения и передачи имущества по наследству за счет того, что член семьи, обладающий правом контроля над деятельностью товарищества (чаще всего, представитель старшего поколения), может постепенно передавать другим членам семьи миноритарные доли партнеров с ограниченной ответственностью в FLP, капитал которого составляют инвестиции и операционные активы. Стоимость этих миноритарных долей обычно рассчитывается с применением скидки со стоимости чистых основных активов FLP.

ПРИМЕЧАНИЕ

Дальнейшее обсуждение нельзя рассматривать в качестве всеобъемлющего экскурса в данный предмет, поскольку автор главы занимается вопросами разработки и оценки инвестиций данной категории только в течение последних пятнадцати лет.

Преимущества FLP

FLP имеют множество преимуществ, которые выходят далеко за рамки выгод в виде скидок, применяемых при исчислении налогов на дарение и наследование имущества. Большинство родителей стремится привить своим детям навыки управления имуществом и капиталом, одновременно не подавляя собственной инициативы детей, если те захотят «выйти в мир» и самостоятельно зарабатывать на жизнь. Таким образом, FLP может быть идеальной структурой, позволяющей реинвестировать денежные потоки и распределять средства только в объеме, достаточном для уплаты налога с доходов, взимаемого с партнеров. FLP также защищает семейный капитал от растраты расточительными членами семейства или от посягательств со стороны бывших супругов или супругов, что обеспечивается за счет предоставления ограниченных прав по реализации долей в товарищества партнерами с ограниченной ответственностью путем включения оговорок относительно сделок купли-продажи этих долей, что не дает возможность другим лицам, не являющимся членами семьи, претендовать на собственность в товариществе. FLP и LLC также до некоторой степени обеспечивают защиту активов товарищества от чрезмерных претензий со стороны кредиторов.

О гибкости механизма функционирования FLP также свидетельствуют их потенциальные возможности по снижению расходов, относящихся к управлению портфелем активов, которые при других формах организации могут зачисляться на отдельные счета для разных членов семьи и управляться различными инвестиционными менеджерами. Капитал FLP легче разделить на индивидуальные доли, чем разделить собственность во многих других видах имущества, таких как недвижимость; кроме того, передача долей в FLP сопряжена с меньшими трудностями. В случае, если собственность, принадлежащая товариществу, находится в другом штате, зачастую удастся избе-

жать производства по делам завещаний и наследства в этом штате, которое требуется для всех случаев прямого владения собственностью лицом, передающим ее по наследству.

Характеристики FLP

В числе первых вопросов, подлежащих рассмотрению в процессе должной подготовки к проведению оценки товарищества с ограниченной ответственностью семейного типа, находятся характеристики действующего или создаваемого товарищества

Все товарищества с ограниченной ответственностью организуются в соответствии с законодательством своего штата. Законы отдельных штатов, регулирующие деятельность товариществ, были в большой степени усовершенствованы за счет введения в 1976 г. Единого закона о товариществах с ограниченной ответственностью (Uniform Limited Partnership Act — ULPA) и изменений к этому закону, принятых в 1985 г., которые способствовали обеспечению соответствия между законами отдельных штатов. Тем не менее, на этом этапе оценщик должен работать в тесном взаимодействии с юристом клиента, дабы убедиться в том, что доли участия в FLP обеспечивают права и привилегии, соответствующие нуждам и запросам клиента, а также проследить за соответствием FLP требованиям законодательства штата. К числу таких требований относятся требования по организации FLP и оформлению соответствующей документации. Как правило, условия создания и деятельности товарищества детально оговариваются в договоре о деятельности товарищества с ограниченной ответственностью (Договоре). Как будет пояснено далее в ходе нашего обсуждения, эти условия формируют основу экономических прав, которые обуславливают применение скидок со скорректированной стоимости чистых активов FLP.

Законы о товариществах большинства штатов имеют между собой больше сходства, чем различий, что является результатом общего движения к унификации законов штатов о товариществах в рамках Пересмотренного единого закона о товариществах с ограниченной ответственностью (Revised Uniform Limited Partnership Act — RULPA), действующего в той или иной степени в 48 штатах (в Луизиане, Вермонте и в округе Колумбия традиционно используются собственные законы в этой области).

В некоторых штатах созданы особенно благоприятные условия для деятельности FLP. В их число входят Джорджия, Вашингтон, Калифорния, Аляска и Делавэр. Законодательство этих штатов более четко определяет правила, применяемые в рамках законодательства штата в отношении ограничений на ликвидацию, случаев досрочного изъятия долей и осуществления контроля за деятельностью FLP (см. обсуждение статьи 2704(b) Главы 14 далее в этой главе).

На основании своего опыта мы убедились, что большинство FLP создано на базе законодательства того штата, резидентами которого является большинство партнеров, или штата, в котором находится или размещена большая часть активов товарищества.

При определении обоснованной рыночной стоимости доли в товариществе ключевое значение имеют следующие факторы:

- Установленный период деятельности FLP до ее прекращения.
- Определение доли участия в FLP, которая дает право на управление текущей деятельностью товарищества.
- Условия проведения выборов управляющих партнеров или агентов.
- Определение долей, дающих право голоса при принятии решения о ликвидации или роспуске FLP.
- Права различных категорий партнеров по досрочному изъятию своей доли.
- Права различных категорий партнеров по передаче своей доли.
- Кто из партнеров контролирует распределение доходов товарищества между его членами.
- Каковы привилегии для различных категорий партнеров товарищества.

Другие законы и постановления отдельных штатов

Знание законов штата необходимо также для соблюдения требований по уплате налога штата на передачу имущества и акцизных сборов, которые могут взиматься в случае передачи по наследству собственности в виде вклада активов в FLP (или для того, чтобы избежать уплаты таких налогов и акцизов). При внесении операционных или инвестиционных активов в FLP могут также возникнуть проблемы, обусловленные законами штата об уплате налога с доходов; кроме того, в соответствии с законодательством некоторых штатов операция по внесению активов в FLP с точки зрения налогообложения имущества рассматривается как смена права собственности на имущество.

Передача собственности может быть связана с вопросами зонирования и землепользования, поскольку в некоторых штатах для некоторых видов сельскохозяйственной и специальных видов деятельности, подлежащих правилам зонирования, требуется повторная заявка на получение статуса, дающего право на определенные формы защиты по закону. Кроме того, если собственность, вносимая в FLP, обременена долговыми обязательствами, могут оказаться применимыми правила уведомления кредиторов.

Соблюдение требований федеральных законов о налоге на доходы

При организации FLP необходимо также проанализировать положения Договора в сопоставлении с законами штата с точки зрения уплаты федерального налога на доходы и налогов на передачу имущества по наследству и его дарение.

При правильной организации товарищества удастся избежать главной «ловушки», то есть ситуации, когда товарищество для целей уплаты федерального налога на доходы рассматривается в качестве ассоциации и облагается налогом как корпорация. Квалификационные критерии отнесения компаний к категории товариществ были значительно смягчены с введением правил по заполнению готовых форм, принятых Налоговым управлением в 1996 году.

Статья 704 Кодекса внутренних доходов (Internal Revenue Code — IRC) предусматривает распределение дохода между партнерами на основе экономических характеристик каждой доли собственности, а не просто путем переноса дохода на партнеров, облагаемых налогом по самым низким предельным ставкам. Другие положения Статьи 704 требуют наличия реальных целей при организации товариществ с ограниченной ответственностью и в ходе их дальнейшей деятельности. Кроме того, Статья 701 IRC содержит правила, направленные против случаев злоупотреблений в сфере налогообложения, но Налоговое управление заявило, что данный раздел налогового законодательства не будет применяться к FLP для признания их операций в качестве «фиктивных».

Статья 721 также определяет порядок предоставления информации о внесении в FLP поднявшихся в цене ценных бумаг. В случае, если партнеры принимают решение о дополнительной диверсификации инвестиционного портфеля, превышающей пределы, считающиеся незначительными (скажем, 1 % от портфеля ценных бумаг, находившихся во владении до момента организации FLP), то при организации FLP может быть начислен налог на доход от прироста стоимости ценных бумаг.

Еще одной «ловушкой» может оказаться статья 752, если не учесть возможность начисления налога на доходы при внесении в FLP имущества, обремененного долговыми обязательствами. Включение такого имущества в состав активов FLP рассматривается в качестве переуступки части долга другим партнерам. С точки зрения налогообложения прежнего держателя долга Закон рассматривает передачу таких долговых обязательств как ликвидацию долга путем его переуступки, несмотря на то, что прежний держатель долга в качестве партнера товарищества может нести за него совместную ответственность.

К FLP и LLC относится также ряд постановлений по вопросам налогообложения имущества, передаваемого по наследству или в дар. Эти вопросы рассмотрены в следующем разделе.

Соблюдение федеральных законов о налоге на дарение имущества

Федеральные постановления по вопросам налогообложения передаваемого по наследству и даримого имущества являются, возможно, самым серьезным барьером на пути успешного планирования и оценки долей собственности в FLP.

Базовым стандартом стоимости при исчислении налога с операций по передаче имущества по наследству и его дарению является обоснованная рыночная стоимость (FMV). Понятие FMV предполагает, что гипотетический покупатель и продавец, изъявляющие желание совершить сделку, не находятся в каких-либо особых отношениях между собой и ведут дела на формальной, коммерческой основе. Постановление 93-12 полностью изменило прежнюю позицию Налогового управления, в соответствии с которой совместное семейное владение активами означало невозможность назначения скидок со стоимости индивидуальной доли в товариществе с учетом отсутствия права контроля для обладателя миноритарной доли и более высокой ликвидности. Указанное постановление предоставило широчайшие возможности для планирования деятельности FLP и LLC, так как специалисты по планированию быстро поняли, что при данной организационной форме, предоставляющей возможность перевода доходов товарищества на его индивидуальных участников, доли в товариществе давали их владельцам статус владельцев миноритарных долей участия в капитале.

Однако стоит отметить, что Постановление 93-12, полностью изменившее положение вещей, не было бы принято Налоговым управлением ни при каких условиях, если бы при этом не был обеспечен надлежащий контроль с целью недопущения действий, рассматриваемых на основании других распоряжений как злоупотребления. Осуществить эту задачу удалось путем включения положений Главы 14 в законы о налогообложении передаваемого по наследству и даримого имущества, распространяющиеся на все операции данной категории, которые были введены в действие или, в некоторых случаях, значительно видоизменены с 8 октября 1990 года.

К оценке FLP и LLC для целей налогового планирования, связанного с передачей по наследству и дарением имущества, относятся следующие три главных раздела Главы 14:

- Первый раздел Главы 14, имеющий отношение к сфере оценки, — это статья 2701, которая предусматривает проведение оценки по специальной методике в случае, когда владельцы долей собственности в товариществе пользуются определенными преимуществами, ведущими к увеличению стоимости этих долей. Тем не менее, в рамках нынешней системы планирования FLP, большинство товариществ с ограниченной ответственностью обходят требования статьи 2701, предоставляя полным партнерам и партнерам с ограниченной

ответственностью равные и пропорциональные права при распределении доходов и в случае ликвидации. Данная статья вступает в силу, если при организации FLP был предусмотрен специальный класс долевого участия, дающий привилегированные права при распределении доходов или в случае ликвидации. В этом случае, в соответствии с действующими правилами привилегированные права все же могут быть «заморожены», но для успешной организации товарищества такого типа или структурирования капитала LLC, а также для проведения связанных с этим операций по дарению имущества младшим членам семейного товарищества, необходимо точное соблюдение достаточно сложных и точных правил.

Второй раздел — это статья 2703, регулирующая соглашения о купле-продаже. Обычно положения о купле-продаже, включенные в Договор об образовании FLP, практически соответствуют положениям, используемым при заключении подобных коммерческих сделок независимыми партнерами. В то же время, учитывая долговременный срок деятельности большинства FLP, партнеры нуждаются в гарантиях того, что группа владельцев или любой предприниматель, которые впоследствии может приобрести долю в FLP, готовы принять на себя обязательства, распространяющиеся на весь срок деятельности FLP или всего инвестиционного цикла. Далее мы обсудим юридические тонкости, позднее включенные Налоговым управлением в законодательные положения, которые направлены против расширительного толкования термина «возможность выбора ограничительных условий», используемого в статье 2703, что является попыткой исключить применение скидок при оценке долевого участия в FLP.

Третий раздел — это статья 2704, в которой оговариваются ограничения на ликвидацию долей и теряющие силу ограничения, относящиеся к таким вопросам, как, например, голосующие права, в случае, если контроль над деятельностью FLP принадлежит одной семье. Как правило, для того, чтобы привести Договор о создании FLP (или Договор о деятельности LLC) в соответствие с основными положениями законодательства штата, оговаривающих пределы, в которых партнеры могут производить отзыв своих долей или их ликвидацию в иной форме, понадобится привлечь юрисконсульта. Основное правило в рамках статьи 2704 таково, что в случае, если Договор содержит более строгое ограничение, чем основные положения законов штата, которые применялись бы в отсутствие данного ограничения, оценщик при определении обоснованной рыночной стоимости имущества, передаваемого на условиях дарения внутри семьи, должен игнорировать такое ограничение. Обычно считается, что FLP соответствует требованиям рассматриваемого

раздела Главы 14, если оно организовано в форме товарищества, срок функционирования которого рассчитан на определенное количество лет, в течение которых партнеры с ограниченной ответственностью не имеют права выхода из товарищества; если в нем также предусматривается возможность участия лиц, не относящихся к членам семьи, а для ликвидации товарищества требуется единогласное решение остальных его членов. Чаще всего встречаются FLP, организованные на срок от 20 до 75 лет.

Анализ прав собственности и классов долевого участия в товариществе

Не менее важной задачей в процессе оценки является анализ существующего или предполагаемого состава участников FLP или LLC и классов долевого участия в компаниях этой категории, которые будут созданы при их образовании. Обычно, но не всегда, в FLP создаются только два класса долевого участия партнеров — с полной и с ограниченной ответственностью. Как правило, но опять же не всегда, члены семьи являются единоличными владельцами FLP. Эти факторы должны быть учтены при анализе, поскольку существует вероятность того, что при определении стоимости окажутся применимыми указанные ранее специальные правила по оценке, в результате чего оценка должна будет проводиться без учета определенных ограничений, содержащихся в Договоре об организации FLP или LLC. Для того, чтобы определить наличие или отсутствие контроля над ликвидацией товарищества в соответствии с Главой 14, доли членов семьи суммируются. В число членов семьи включаются: лицо, переуступающее свою долю и его супруга или супруг; прямые родственники по восходящей линии или прямые наследники данного лица или его супруги (супруга); родные братья и сестры этого лица или его супруги (супруга), а также все супруги всех упомянутых прямых родственников по восходящей линии, прямых наследников или братьев и сестер.

Анализ скорректированной стоимости чистых основных активов

Первой отправной точкой при проведении оценки FLP является определение скорректированной стоимости чистых активов, представляющих собой основные активы и обязательства FLP.

Наличные средства, ценные бумаги, обращающиеся на фондовом рынке, и другие легко оцениваемые активы не требуют формальной оценки. Объекты недвижимости обычно требуют проведения определенного анализа стоимости по состоянию на дату передачи оцениваемой доли в товариществе. Кроме того, прежде чем приступать к дальнейшему анализу стоимости

индивидуальных долей в FLP, может потребоваться корректировка стоимости, полученной в результате оценки активов, с учетом других факторов, таких как способность типового рынка абсорбировать определенные активы в полном объеме (в частности, в случае наличия крупных объектов недвижимости, сконцентрированных на отдельном рынке, или крупных пакетов акций, обращающихся на фондовом рынке).

Отдельной оценки также требуют частные инвестиции, такие как доли участия в капитале закрытых компаний и иные инвестиции участвующих в них партнеров с ограниченной ответственностью. Альтернативным способом оценки таких активов является их оценка без учета применимых скидок на миноритарный характер участия в капитале компании и ограниченную ликвидность; вместо этого эти отдельные скидки учитываются при оценке долей в FLP на том основании, что покупатель соответствующей доли вместе с тем приобретает долю с общим портфеле чистых активов FLP, и размер этих скидок может быть установлен только в отношении переуступаемой доли.

Анализ портфеля активов FLP важен также для определения следующих факторов:

- Совокупного риска, присущего портфелю активов в отличие от риска, присущего каждому активу или обязательству в отдельности. Владельцы долей в FLP несут *совокупный* риск, присущий чистым активам в целом.
- Взаимодействие между активами в портфеле FLP. Если товарищество имеет активы различных типов, то это может сделать его непривлекательным для некоторых категорий потенциальных покупателей, которые в ином случае могли бы быть заинтересованы в инвестициях в некоторые из операций FLP. Например, мы заметили, что многие инвесторы, вкладывающие деньги в семейные товарищества, работающие в сфере недвижимости, неохотно идут на дополнительные вложения средств в сельскохозяйственные объекты или в недиверсифицированные портфели акций, обращающихся на фондовой бирже, над которыми они не могут осуществлять контроль.

Анализ доходности

Второй отправной точкой в оценке долей в FLP является определение их стоимости на базе объема дохода. Как правило, для проведения анализа требуется рассмотрение показателей текущей доходности и прогноз величины и сроков получения будущих доходов от операций. Поток дохода чаще всего определяется как денежный поток от операций для каждого из активов, принадлежащих FLP, за вычетом всех операционных издержек, относящихся к соответствующему активу, и управленческих расходов FLP, но до учета налогов, относящихся к владельцам долей в товариществе.

Поскольку выручка от продажи активов и доходы от прироста капитала обычно реинвестируются в пределах структуры FLP и не распределяются до истечения срока, на который было организовано товарищество, в рамках этого подхода при расчете устойчивых (также известных как «нормализованных» или «прогнозируемых») денежных доходов от операций денежные потоки от реализации капитальных активов не учитываются.

Анализ дохода имеет критическую важность при оценке долей в FLP и LLC, поскольку, учитывая длительный период времени с момента организации FLP до его ликвидации, ежегодная выплата доходов от операций FLP зачастую является единственным реальным источником дохода для инвестора, владеющего миноритарной долей в товариществе. Кроме того, стабильность этого дохода является важным фактором, принимаемым в расчет при определении делового риска, присущего FLP и долевого участию в нем. В результате взаимодействия между активами и обязательствами в процессе деятельности FLP могут возникнуть риски, связанные с рефинансированием, или образоваться периоды отсутствия операционного денежного потока для распределения между инвесторами.

К числу других факторов, подлежащих рассмотрению при анализе FLP на базе его доходности, относятся: (1) сравнение потенциальных темпов роста операционного дохода от активов в рамках FLP и (2) сравнение FLP с другими инвестиционными компаниями (например, с публичными товариществами с ограниченной ответственностью или с взаимными фондами закрытого типа), занимающимися тем же или схожим видом бизнеса (в соответствии с определениями, содержащимися в Постановлении 59-60 Налогового управления). Проведение такого сравнения важно для определения требуемой ставки капитализации потенциального дохода от доли в товариществе или для определения ставки дисконтирования прогнозируемых денежных потоков от операций.

Учитывая миноритарный характер долей в FLP и LLC, при расчете их стоимости может также потребоваться уменьшение величины дохода, подлежащего капитализации, в отличие от оценки, производимой на основе предположения о контрольном характере участия в капитале компании.

Оценка индивидуальных долей участия в FLP

Оценка индивидуальных долей участия в FLP основана на применении стандартных приемов оценки. Постановление 68-609 Налогового управления США фактически распространило на оценку долей в товариществе практику анализа элементов стоимости корпоративных акций, предусмотренную Постановлением 59-60. Наиболее распространенные методы оценки долей в FLP основаны на определении взаимосвязи между скорректированной стоимостью чистых активов и дохода в виде денежного потока от операций с основными активами FLP, и стоимостью оцениваемой доли. При оценке так-

же используются скидки со стоимости основных активов с учетом относительно более низкой степени контроля за распоряжением активами и доходом и относительно более низкой ликвидности соответствующей доли FLP.

В процессе анализа также принимаются во внимание качественные параметры. Одним из критически важных вопросов, требующих тщательного рассмотрения, является оценка качества управления FLP. Многие аналогичные публичные инвестиции управляются опытными инвестиционными менеджерами, имеющими в своем распоряжении укомплектованный штат вспомогательного персонала и обладающими прочной репутацией, подкрепленной хорошими показателями деятельности в данной области за продолжительный период времени. В то же время многие FLP работают под управлением организаций, отличающихся неразвитой структурой и пытающихся одновременно заниматься широким спектром операций.

Доля полного партнера

Обычно полные (общие) партнеры обладают контрольной долей в FLP. Кроме того, в соответствии с законодательством большинства штатов, полные партнеры имеют право досрочного выхода из товарищества до истечения срока, на который оно организовано. Поэтому стоимость доли, принадлежащей полному партнеру, более сопоставима со стоимостью чистых основных активов и денежного потока FLP, взятого как единое целое, чем стоимость доли партнера с ограниченной ответственностью. В то же время в случае оценки доли полного партнера при его выходе из состава товарищества, для которого не предусмотрено прекращение деятельности на протяжении длительного периода времени, справедливая стоимость этой доли может быть снижена с учетом ущерба, наносимого другим партнерам в связи с нарушением условий Договора за счет досрочного изъятия доли из товарищества. Для определения обоснованной рыночной стоимости доли полного партнера важно установить контрольные показатели стоимости, рассчитанные как на базе скорректированной стоимости чистых активов, так и на базе объема дохода.

В некоторых случаях, учитывая, что для принятия решений в данном товариществе требуется большинство голосов полных партнеров, или исходя из положений законодательства штата, которые требуют уменьшения стоимости доли общего партнера при его выходе из товарищества, доли общих партнеров по сути представляют собой миноритарные доли участия в товариществе, в связи с чем их оценка более сходна с оценкой долей партнеров с ограниченной ответственностью, о которой мы будем говорить ниже.

Кроме того, многие специалисты по планированию разрабатывают такую структуру FLP, в которой доля общего партнера принадлежит S-корпорации. Соответственно, анализ миноритарных или контрольных долей в товариществах такого типа производится аналогично анализу акций любых других закрытых компаний.

В результате выхода полного партнера из товарищества ему может причитаться доля неразделенного недвижимого имущества, которое само по себе может подлежать оценке с применением скидок с учетом совместного контроля над ним и относительно низкой ликвидности. Эти факторы составляют основу скидок со скорректированной стоимости чистых активов и стоимости, рассчитанной на базе дохода, которые были определены на контрольной основе.

Доли партнеров с ограниченной ответственностью

Чаще всего доли партнеров с ограниченной ответственностью представляют собой ценные бумаги, переданные их владельцем из числа членов семьи старшего поколения ее младшим членам с целью имущественного планирования. Доли партнеров с ограниченной ответственностью по определению являются перманентными миноритарными долями. В некоторых случаях партнеры с ограниченной ответственностью как категория участников товарищества могут наделяться определенным ограниченным правом голоса или другими полномочиями, в соответствии с которыми они имеют возможность блокировать некоторые действия FLP (такие, как роспуск товарищества). Для определения обоснованной рыночной стоимости в качестве отправной точки могут быть использованы оба контрольных показателя в виде стоимости чистых активов и стоимости на базе дохода, о которых говорилось выше.

Передача доли цессионарию

Передача доли в FLP может быть оформлена как переуступка доли «цессионарию». В соответствии с законами штатов, цессионарий не может наследовать долю партнера; предоставляемые ему права распространяются только на случай образования задолженности со стороны лица, переуступившего ему свою долю, когда цессионарий имеет право на получение приказа об обращении взыскания на долю должника с целью получения причитающегося ему дохода и соответствующей доли при распределении имущества/обязательств при ликвидации FLP, если таковое будет производиться. Цессионарий обычно не обладает правом на получение информации относительно операций FLP. Чаще всего при оценке таких долей применяются дополнительные скидки, которые учитывают проблемы, связанные с принудительным осуществлением прав, принадлежащих цессионарию в отношении переуступленной ему доли, каковы бы ни были его права, установленные законами штата.

Опыт работы нашей фирмы в области оценки долей, переуступленных цессионариям, говорит о том, что размер применяемых при этом скидок сопоставим с размером скидок, применяемых при оценке не погашенных в срок ценных бумаг и ценных бумаг с повышенным риском, выпущенных компаниями, испытывающими трудности, что обусловлено сопоставимым характером проблем, связанных со сроком и шансами получения денежных

потоков. С другой стороны, доля цессионария может незначительно отличаться от доли партнера с ограниченной ответственностью в тех случаях, когда условия образования FLP и положения закона не предусматривают значительных отличий в отношении долей данных категорий.

Методы оценки на базе чистых активов

На скорректированную стоимость чистых основных активов обычно начисляются следующие скидки: (1) скидка на относительно более низкую степень контроля и (2) скидка на относительно более низкую ликвидность оцениваемой миноритарной доли в FLP. Ниже мы обсудим базу расчета этих скидок

Методы оценки на базе объема дохода

Один из методов оценки на базе объема дохода заключается в капитализации текущих денежных потоков от операций FLP в стоимость оцениваемой доли. Чаще всего возможности FLP по выплате дохода на оцениваемую долю капитализируются с использованием того же метода, что и при расчете дивидендного дохода. Потенциальный доход обычно рассчитывается на контрольной основе, исходя из предположения о том, что большая часть дохода будет распределяться аналогично распределению дохода на сопоставимые ценные бумаги, например, во взаимных фондах или инвестиционных компаниях.

Доходность FLP или LLC на контрольной основе определяется путем расчета средневзвешенной нормализованной доходности основных активов, принадлежащих FLP или LLC.

Применение скидок на более низкую степень контроля и ликвидности

Источниками сведений о величине скидок, применяемых при оценке FLP, служат данные об инвестициях, обладающих сходными характеристиками. К их числу относятся:

- Публичные товарищества с ограниченной ответственностью (publicly traded limited partnerships — PLP)
- Ипотечные инвестиционные трасты (real estate investment trusts — REIT)
- Закрытые взаимные фонды (closed-end mutual fund units — CEF)
- Публичные товарищества с ограниченной ответственностью, ценные бумаги которых обращаются на вторичном рынке (publicly registered limited partnerships traded in the secondary market — RLPs)

Данные, относящиеся к долям участия в капитале публичных и частных компаний с ограниченной ответственностью, довольно ограничены, что связано с тем, что рынок купли-продажи таких долей находится на ранней стадии развития; тем не менее, я полагаю, что по мере становления этого рынка объем этих данных будет увеличиваться.

Комбинированная корректировка стоимости с учетом более низкой степени контроля и относительно низкой ликвидности

Компания Willamette и другие фирмы, занимающиеся оценкой, имеют собственные, периодически обновляемые базы данных по скидкам, применяемым при оценке товариществ с ограниченной ответственностью. По нашему мнению, использование сведений, содержащихся в этих базах данных, является наилучшим способом, позволяющим оценщику постоянно быть в курсе различных факторов, учитываемых при оценке FLP или LLC. (Другие исследования, посвященные изучению размера этих скидок, перечислены в Приложении А).

При изучении данных о ценах купли-продажи долей в компаниях этого типа при определении скидок со скорректированной стоимости чистых активов могут возникнуть некоторые трудности в плане выделения доли общей скидки со стоимости основных активов товарищества, относящейся к относительно более низкой степени контроля, от доли скидки, относящейся к относительно более низкой ликвидности доли в компании.

Корректировка стоимости с учетом относительно более низкой степени контроля

Эта корректировка, производимая в форме скидок, также может рассматриваться отдельно. Размер скидки на более низкую степень контроля может быть определен путем изучения соответствующих скидок, применяемых на рынке взаимных фондов в секторе фондов закрытого типа. Инвестиции и реализация доходов или убытков фондов обычно контролируются их управляющим и правлением, и инвесторам достаточно трудно аннулировать такие их действия. Другим источником сведений об этих скидках является информация о ценах купли-продажи фондов или компаний, объявивших о своей ликвидации или о прекращении деятельности.

Корректировка стоимости с учетом относительно более низкой ликвидности

Другие данные, характеризующие возможность реализации миноритарных долей участия в компаниях, можно найти в исследованиях нашей фирмы и в исследованиях других аналитиков, посвященных изучению скидок на ликвидность на основе анализа данных о сделках до первоначального публично-

го предложения акций, а также о сделках с ценными бумагами, имеющими ограниченное обращение, которые были выпущены компаниями, уже перешедшими в категорию публичных. Нашей компанией были также проведены другие исследования эмпирических данных в этой области, которые можно найти в наших публикациях. В обобщенном виде эти данные приводятся в выпущенных нашей компанией книгах «Оценка бизнеса» (Valuing a Business) и «Оценка малого бизнеса и профессиональных практик» (Valuing Small Businesses and Professional Practices).

Наш обширный опыт работы в данной области свидетельствует о том, что величина таких скидок может варьироваться в широком диапазоне в зависимости от факторов риска, о которых мы говорили ранее. В типичных случаях совокупная скидка со скорректированной чистой стоимости активов составляет от 20 до 60 процентов. Тем не менее, стоит отметить, что нами наблюдались случаи, когда величина скидки выходила за пределы указанного диапазона, достигая экстремальных значений, равных 10% и 80%.

На размер скидки оказывают влияние следующие факторы:

1. Значительные расхождения между стоимостью, установленной на базе объема дохода, и стоимостью, определенной на базе скорректированной стоимости чистых активов. Незначительный объем доходов может привести к применению более высокой скидки.
2. Низкие и нерегулярные выплаты дохода. Низкий или нерегулярный текущий доход может увеличивать размер скидки.
3. Особенности использования права голоса и ограничения на действия полного партнера. Более высокая степень защиты прав партнеров с ограниченной ответственностью может снижать размер скидки.

Другие вопросы оценки товариществ с ограниченной ответственностью семейного типа

Ценные бумаги, находящиеся во владении ограниченного круга лиц внутри FLP

Один из вопросов, который периодически возникает при оценке долей в FLP, заключается в размере дополнительной скидки, применяемой к стоимости ценных бумаг, находящихся во владении ограниченного круга лиц внутри FLP — т.е. ценных бумаг, которые сами по себе уже являются неликвидными (и могут представлять собой миноритарные доли, не дающие права контроля над определенными действиями компании). Наши исследования показывают, что в типичном случае необходимо применение определенной дополнительной скидки, которая может быть определена на основе эмпирических данных, собранных компанией Willamette и другими аналитиками.

Оценщик-аналитик должен четко указать в своем отчете, каким образом он собирается использовать выбранную им методологию для того, чтобы отразить этот корректировочный фактор. Некоторые аналитики при определении совокупного размера скидок, которые должны быть применены к стоимости конкретной доли в FLP или LLC, рассматривают факторы ликвидности ценных бумаг, находящихся во владении ограниченного круга лиц, и факторы контроля над деятельностью товарищества с ограниченной ответственностью и ликвидности долей в нем в совокупности, другие аналитики анализируют их по отдельности.

Проблемы планирования FLP, обусловленные политикой Налогового управления

С принятием Постановления 93-12 Налогового управления США некоторые специалисты-практики, занимающиеся вопросами имущественного планирования, пришли к выводу, что для определения обоснованной рыночной стоимости передаваемых долей в FLP нет необходимости в проведении независимой оценки с целью определения скидок. Мы не согласны с этой точкой зрения.

Наш опыт работы за время, прошедшее с момента принятия Постановления 93-12, показывает, что Налоговое управление не оставило своих планов по ликвидации скидок в законодательном порядке. Кроме того, в соответствии с текущими требованиями данного управления, для проведения надлежащей оценки, прежде чем устанавливать скидки на доли в FLP или схожие ценные бумаги LLC, необходимо выполнить детальный анализ эмпирических данных, имеющих отношение к оцениваемой доле в FLP.

Налоговое управление выразило сомнения относительно правильности применения скидок на доли в товариществах с ограниченной ответственностью семейного типа в серии недавно опубликованных консультативных бюллетеней для налогоплательщиков, а также в заявлениях по результатам рассмотрения судебных дел. Политика Налогового управления по данному вопросу отчетливо прослеживается в следующих трех областях:

- Применение судебных постановлений в качестве прецедентного толкования правил (в том числе относительно интерпретации статьи 2703 Главы 14), регулирующих процесс организации FLP и передачи долей в таких товариществах. На практике это означает отрицание необходимости оценки FLP.
- Тщательная проверка операций FLP с целью продемонстрировать, что товарищество как организационно-правовая форма деятельности должно быть исключено из процесса оценки в качестве фактора, подлежащего рассмотрению в процессе определения стоимости долей в FLP.
- Оспаривание результатов оценки, проводимой при передаче долей в

FLP, в случае применения оценщиком скидок

Проблемы, обусловленные положениями законодательства

Налоговое управление США впервые публично выступило по поводу отмены каких-либо скидок со стоимости долей в товариществе с ограниченной ответственностью при их передаче в Техничко-консультативном меморандуме TAM 9719006, включив в него два положения, которые должны были практически положить конец практике применения таких скидок. Эти положения также нашли отражение в постановлении по делу Шауэрхамера (Schauerhammer case) (TC Memo 1997-242, 73 TCM 2855), решение по которому в конечном итоге было принято по другим основаниям. Кроме того, Налоговое управление издало ряд других Техничко-консультативных меморандумов, в т.ч. TAM 9723009 и TAM 9725002, в которых были использованы те же самые положения.

В основу первого положения, использованного Налоговым управлением для правовой атаки на FLP, положен принцип, согласно которому (а) организация FLP и (б) последующая продажа или передача долей в товариществе следующему поколению членов семьи с применением скидки рассматриваются в качестве одной комплексной операции, также известной под названием «одноэтапной операции». Игнорируя промежуточные этапы в этой операции, Налоговое управление тем самым фактически отменяет оценку портфеля активов до момента его размещения в FLP. Это равнозначно рассмотрению всех долей полных партнеров и партнеров с ограниченной ответственностью, как если бы они принадлежали одному лицу в виде единой доли, в результате чего не потребовалось бы применения сколько-либо существенных скидок со стоимости долей партнеров. В соответствии с данной доктриной Налоговое управление отстаивает точку зрения, в соответствии с которой большинство операций FLP лишены какого-либо экономического содержания и организованы с единственной целью — избежать уплаты налогов на дарение или передачу имущества по наследству. Этот аргумент является главным юридическим обоснованием позиции Налогового управления, которое считает, что в соответствии с налоговым законодательством отдельные этапы операции образования FLP и последующей продажи или дарения долей в нем наследникам из числа членов семьи должны игнорироваться.

Второе положение основано на содержании статьи 2703 Главы 14 Кодекса внутренних доходов, распространяющейся на все операции по передаче права собственности после 8 октября 1990 г.

Налоговое управление считает, что формирование портфеля активов в товариществе с ограниченной ответственностью, принадлежащем одной семье, ведет к «ограничению права на продажу или использование» соответствующего портфеля в соответствии со статьей 2703. При размещении ак-

тивов в FLP, ведущем к сокращению степени контроля над ним и возможности его реализации, владельцы из числа членов семьи фактически налагают ограничения на данное имущество, аналогичное ограничению на контроль и возможность реализации собственности по договору купли-продажи. В соответствии со статьей 2703 оценщик обязан игнорировать такие ограничения, налагаемые условиями купли-продажи, или другие аналогичные договорные ограничения, если такие права или ограничения используются в качестве «механизма» передачи активов наследникам скончавшегося члена семьи с уплатой суммы в размере менее «величины полного и адекватного вознаграждения в денежном выражении или в денежном эквиваленте».

Вполне возможно, что факты, лежавшие в основе дел, по результатам рассмотрения которых были изданы три вышеупомянутых Технико-консультативных меморандума, также способствовали выработке отрицательного отношения Налогового управления к вопросу применения скидок. Во всех трех случаях как образование FLP, так и передача или продажа долей в них были произведены незадолго до кончины члена семьи, принадлежавшего к старшему поколению, который внес основную часть активов в товарищество. В одном случае операция по образованию FLP и передаче доли в нем была произведена за два дня до кончины старшего члена семьи.

С точки зрения Налогового управления, преимущество использования положений, включенных в судебные решения, для отмены или ограничения практики использования скидок при определении стоимости переуступленных долей в FLP, заключается в том, что решения судебных органов создают более универсальный прецедент и таким образом являются более эффективным средством достижения этой цели, нежели рассмотрение каждого случая передачи права собственности на долю в FLP на индивидуальной основе.

В соответствии с нашими предположениями, данные правовые вопросы будут являться предметом спора еще не в одном судебном деле в течение ближайших нескольких лет, решения по которым должны стать новыми веяниями в прецедентной практике.

Проблемы, связанные с системой управления FLP

Другим случаем, когда FLP подвергаются нападкам со стороны налоговых и судебных органов, является учреждение или организация деятельности FLP, в которых налогоплательщик и его советники не обеспечивают экономическую и юридическую независимость товарищества. В качестве примера можно привести дело ЛеФрака (LeFrak case), в котором передача долей в FLP состоялась до юридического оформления организации товарищества, или дело Шауэрмахера (Schauerhammer), когда судом было установлено, что скончавшийся владелец неправильно вел дела товарищества, смешивая воедино денежные потоки FLP и личные денежные потоки и не обеспечив от-

Для всех сторон, участвующих в организации и деятельности FLP, критически важно обеспечить соблюдение всех стандартов и правовых требований к организации деятельности FLP, обеспечивающей его независимость. В противном случае Налоговое управление и суды могут принять решение об отнесении стоимости основных активов FLP непосредственно на владельцев долей, не учитывая структуру FLP. FLP — это не инструмент для накопления личных средств.

Проблема адекватной оценки

Третьей и последней проблемой, с которой может столкнуться FLP, — это критика со стороны Налогового управления в отношении адекватности оценки. Мы были свидетелями нескольких случаев, когда Налоговое управление отказалось принять оценочную документацию налогоплательщика, тем самым заставив его затратить дополнительные средства на подачу апелляции по поводу произведенной оценки или на подготовку дела для его подачи на рассмотрение Налогового суда с целью защиты своей позиции.

В соответствии с более ранним налоговым законодательством Налоговое управление, по крайней мере изначально, пользовалось презумпцией правоты в отношении своей позиции по поводу оценки, и бремя доказывания для опровержения этой позиции возлагалось на налогоплательщика. Новые положения, недавно введенные в законодательство, несколько уравнили положение налогоплательщика и Налогового управления в этом отношении; тем не менее, налогоплательщик обязан представить «адекватные доказательства» в качестве обоснования позиции оценщика и его выводов. В этой связи налогоплательщик должен иметь в распоряжении адекватную документацию, подтверждающую обоснованную рыночную стоимость переуступленных долей.

Стратегия Налогового управления, которое предпочитает просто говорить «нет» в любых случаях, приводит к увеличению расходов владельцев — особенно при передаче оцениваемых в небольшую сумму долей в FLP, имеющем чистые активы стоимостью менее 3 млн. долл.; кроме того, такая стратегия сама по себе создает дополнительный риск для налогоплательщика и консультантов, занимающихся вопросами имущественного планирования, вызванного неопределенностью в отношении результатов любой операции, связанной с дарением или передачей имущества.

Другим вопросом, который требует тесного взаимодействия между оценщиком и консультантом по налогам, является применение положений статьи 2704 Главы 14 по отношению к FLP. Наш опыт показывает, что положения данной статьи представляют собой самую большую проблему в имущественном планировании с точки зрения практического применения, особенно учитывая сложности в юридическом толковании вопроса о том, какие ограничения являются применимыми при ликвидации товарищества, и какие нет.

Компании с ограниченной ответственностью

LLC представляют собой относительно недавно появившуюся организационно-правовую форму компаний, которая рассматривается в качестве потенциальной замены FLP для целей имущественного планирования. Хотя компании с ограниченной ответственностью по своей организационной форме больше сходны с товариществом и подлежат налогообложению по той же системе, LLC обеспечивают их владельцам такую же степень защиты от ответственности, которая ограничивается инвестициями владельца в компанию, что и корпорация. Эволюция LLC в качестве предпочитаемой организационной формы ведения бизнеса стала особенно набирать темпы в большинстве штатов, начиная с 1988 г., когда Налоговое управление впервые ввело положения, в соответствии с которыми LLC подлежат налогообложению по той же системе, что и товарищества.

Новые факторы, оказывающие влияние на LLC

За последнее время появился ряд новых факторов, которые оказывают влияние на использование LLC для ведения бизнеса:

- Во-первых, в 1996 г. Налоговое управление приняло новые правила, в соответствии с которыми некоторые категории компаний, такие как товарищества с ограниченной ответственностью и LLC, для целей налогообложения автоматически квалифицировались в качестве фирм, в которых доходы и расходы переводятся непосредственно на индивидуальных членов, для чего требуется только заполнение единых форм, в которых компания отмечает галочками соответствующие клетки. Введение этих правил устранило опасения относительно того, что в некоторых случаях LLC могут подлежать налогообложению по той же системе, что и корпорации, а не товарищества.
- Во-вторых, в 1995 г. на заседании Национальной конференции уполномоченных по единым законам для всех штатов был принят примерные статуты, оговаривающие введение на уровне штата положений законодательства, относящихся к LLC. Данные статуты известны под названием Единого закона о компаниях с ограниченной ответственностью (Uniform Limited Liability Company Act — ULLCA). В настоящее время все штаты и округ Колумбия имеют законы, регулирующие деятельность LLC. ULLCA представляет собой универсальные правовые рамки, способствующие обеспечению последовательного правового регулирования деятельности LLC во всех штатах. Хотя данный закон был официально принят только в штатах Гавайи, Вермонт, Южная Каролина и Западная Виргиния, существующие тенденции явно свидетельствуют о том, что ULLCA в течение следующих нескольких лет будет принят повсеместно. Это снижает беспокойство по поводу слишком больших расхождений в

законах, регулирующих деятельность LLC в разных штатах, которые могут привести к тому, что проблемы, издержки и неопределенность, сопряженные с ведением бизнеса в рамках LLC, вследствие особенностей корпоративного законодательства будут значительно выше по сравнению с их уровнем для товариществ и корпораций.

- В-третьих, к настоящему моменту в 21 штате, включая Нью-Йорк, Делавэр, Техас, Луизиану и Арканзас, действуют законодательные акты, разрешающие организацию LLC, принадлежащих единственному акционеру. Это обеспечивает LLC большую гибкость по сравнению с S-корпорациями, которые ранее являлись единственной организационно-правовой формой, предусматривающей ограниченную ответственность акционеров корпорации и одновременно предоставляющей возможность перевода доходов и расходов на индивидуальных акционеров для целей налогообложения. В настоящее время Налоговое управление в соответствии с правилами по заполнению единых форм для целей уплаты федерального налога с доходов также относит к этой категории LLC, имеющие одного акционера.
- В-четвертых, что наиболее важно с точки зрения имущественного планирования, все большее число штатов вводит положения в законы, регулирующие деятельность LLC, в соответствии с которыми оценщикам позволяет рассматривать применение скидок на относительно более низкий уровень контроля и ликвидности, регулируемых положениями Главы 14 Кодекса внутренних доходов. ULLCA в основном разрешает отход от правовых норм такого рода.

Условия договора о деятельности компании в сопоставлении с положениями законов штата в области имущественного планирования

Большинство законов штатов, регулирующих деятельность LLC, разрешают акционерам-учредителям LLC вводить в текст договора о деятельности компании положения, предусматривающие особые условия, касающихся некоторых ее действий, таких как: распределение дохода, выход из числа акционеров, роспуск компании, заключение договоров купли-продажи, а также условия, устанавливающие количество голосов, необходимое для внесения изменений в данный договор. В случае противоречия с соответствующими положениями, предусмотренными законодательством штата, преимущество имеют условия данного договора. Кроме того, договор о деятельности LLC может включать положения, не предусмотренные законодательством штата.

При наличии договора о деятельности LLC, предусматривающего более жесткие ограничения по сравнению с действующим законодательством штата (которое применяется в случае, если соответствующие положения в этом

договоре отсутствуют), проблема заключается в том, что оценщик при определении стоимости для целей уплаты федерального налога на дарение имущества в соответствии со статьей 2704(b) Главы 14 обязан игнорировать такие более жесткие ограничения, касающиеся вопросов ликвидации. Кроме того, в соответствии со статьей 2704(a), в тех случаях, когда контроль над деятельностью компании принадлежит одной семье, при оценке не должны приниматься во внимание ограничения, относимые к категории «теряющих силу» при определенных обстоятельствах. Наконец, условия, предусматривающие возможность выбора — например, возможность выбора членами семьи фиксированной цены или цены, рассчитанной по определенной формуле, при заключении между ними договора купли-продажи, не могут считаться обязательными при оценке, проводимой для целей уплаты налога на дарение имущества или его передачи по наследству в соответствии со статьей 2703, если в результате будет получена цена ниже текущей обоснованной рыночной стоимости оцениваемой доли.

Таким образом, владельцы LLC могут оказаться в весьма неблагоприятной ситуации, когда ограничение, имеющее на практике обязательную силу по закону, при переуступке доли в компании не оказывает никакого влияния на величину ее обоснованной рыночной стоимости для целей уплаты налога на дарение имущества или его передачу по наследству.

Благоприятные положения в законодательстве штатов

К счастью, все большее число штатов, в т.ч. Вашингтон, Делавэр и Калифорния, при разработке своих законов, касающихся деятельности LLC, стремятся обеспечить их наибольшую гибкость. Законодательство этих штатов включает положения, которые, в частности, предусматривают максимальный срок деятельности LLC, даже если этот вопрос не оговаривается в договоре компании. Это позволяет оценщикам считать, что доля акционера в LLC, так же, как и доля в товариществе с ограниченной ответственностью, не может быть изъята из компании с получением ее владельцем части активов компании в течение определенного срока или даже в случае кончины акционера. В штате Вашингтон этот срок составляет 30 лет. Законодательство Калифорнии в настоящее время рассматривает выход из состава акционеров LLC как изменение юридического статуса такого лица с положения акционера на положение лица, не являющегося акционером компании, но обладающего соответствующим экономическим правом, что не влечет за собой принудительного распределения основных активов компании. Это сходно с положением держателя доли в товариществе с ограниченной ответственностью на правах цессионария или держателя неголосующих обыкновенных акций корпорации.

Другие законодательные акты штатов просто ссылаются на условия договоров о деятельности LLC в качестве «действующих при определенных обстоятельствах». Позволяют ли эти акты оценщику учитывать ограниче-

ния, накладываемые условиями таких договоров, или нет, до сих пор судам не установлено не было. Налоговое управление чаще всего интерпретирует эти законы штатов таким образом, который позволяет считать, что взаимные соглашения сторон в таких случаях устанавливаются на их усмотрение, из чего следует, что положения договора могут не приниматься во внимание. Тем не менее, как было продемонстрировано в ряде случаев при рассмотрении некоторых дел в суде, таких как дело «Ньюхаус» (Newhouse), наличие неопределенности в отношении интерпретации юридических прав, относящихся к инвестициям, само по себе может служить основанием для применения отдельной скидки или увеличения размера совокупной скидки.

При оценке LLC, в основном занимающихся инвестиционной деятельностью, например, управлением портфелями ценных бумаг или инвестициями в объекты недвижимости, вышеупомянутые положения законодательства штатов позволяют оценщику:

- При оценке миноритарных долей в LLC, принадлежащей одной семье, рассматривать возможность применения методов оценки на базе объема дохода вместо оценки на базе ликвидационной стоимости основных активов LLC.
- Учитывать ограничения по срокам запрета на изъятие доли из компании и других ограничений, которые затрудняют оценку на базе ликвидационной стоимости основных активов LLC, при условии, что оцениваемая доля не дает права единоличного принятия решения по изменению таких ограничений.

Во всех остальных отношениях оценка долей в LLC аналогична оценке миноритарных или контрольных долей участия в S-корпорациях или товариществах с ограниченной ответственностью. В то же время, рынок купли-продажи долей в LLC находится только на этапе зарождения, вследствие чего вопросы ликвидности, оказывающие влияние на стоимость частных LLC, требуют несколько иного анализа.

Тот факт, что обе эти более старые организационно-правовые формы деятельности традиционно используются в качестве механизма ведения семейного бизнеса, в сочетании с постоянно растущими преимуществами LLC с точки зрения их гибкости и уплаты налогов с доходов, говорит о том, что оценка LLC будет получать все более широкое распространение в сфере оценки частного бизнеса.

Опыт компании Willamette в оценке долей LLC для целей имущественного планирования свидетельствует о том, что в настоящее время использование LLC для этих целей аналогично использованию FLP и имеет реальные перспективы. Так же, как и при оценке FLP, главная проблема при оценке LLC заключается в том, в какой степени соответствующие законы штата защищают положения договора о членстве в LLC, предусматривающие ограничения на его ликвидацию, от применения ограничений, предусмотренных статьей 2704. (См. содержащиеся выше комментарии относительно кон

трольных и миноритарных долей в полных товариществах).

Судебные решения

Хотя судебные решения и не могут оказать помощь оценщику с точки зрения их непосредственного применения, все же постановления Налогового суда и других судебных органов, касающиеся вопросов стоимости и применения скидок при оценке долей в товариществах с ограниченной ответственностью, могут быть полезными для понимания того, какие факторы и в каких обстоятельствах оказывают влияние на мнение суда.

В Приложении В приводится перечень судебных дел, в которых вопросы оценки товариществ с ограниченной ответственностью сыграли немаловажную роль.

Заключение

Оценка долей в FLP для целей имущественного планирования требует применения стандартов и методов профессиональной оценки. Компания, занимающаяся разработкой методологии оценки долей в FLP и LLC, должна учитывать эмпирические данные; возможно, для этой цели ей может понадобиться составление собственных баз данных, относящихся к FLP и LLC. Ряд факторов и концепций, которые должны быть приняты во внимание при проведении анализа, а также источники сведений, которые могут быть использованы для корректировки стоимости с учетом права контроля и ликвидности оцениваемых долей, даются в обобщенном виде в виде таблицы, приводимой в данной главе после Приложения В. Оценщик, производящий оценку в данной области, должен работать в тесном взаимодействии с консультантами по юридическим и налоговым вопросам с целью обеспечения соблюдения требований Налогового управления в отношении оценки FLP и LLC.

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Исследования и источники данных

по оценке товариществ с ограниченной ответственностью

The Partnership Spectrum. Partnership Profiles, Inc. P.O. Box 7938, Dallas, Texas 75209 (800-634-4614). Периодически публикуемые данные исследований о скорректированной стоимости чистых активов товариществ с ограниченной ответственностью на базе отчетов по результатам их независимой оценки или отчетов, составленных полными партнерами, в сопоставлении с ценами продажи долей уча-

ствия в товариществах данного типа, в т.ч. товариществ, вкладывающих деньги в объекты недвижимости. Средний размер скидок со скорректированной стоимости чистых активов составляет значения, близкие к 30% (по материалам выпуска за май/июнь 1997).

The Stanger Report. Robert A. Stanger & Co., L.P. (732-389-3600). В данном издании публикуются данные о ценах вторичного рынка. Источником информации служат несколько иные данные, чем те, которые используются компанией Partnership Profiles. Время от времени публикуются исследования цен и оцененной величины скидок со скорректированной стоимости чистых активов. Компания также предоставляет клиентам услуги по оценке собственности.

Realty Stock Review. Dow Jones & Company (908-389-8700); www.realtystockreview.com. В данном издании публикуются инвестиционные обзоры и данные о деятельности ипотечных инвестиционных трастов и компаний, занимающихся недвижимостью, а также данные по скорректированной стоимости чистых активов, полученные на основе оценок, выполненных инвестиционными аналитиками.

Ганс Шредер, Стив Кэм и Курт Смит «Рыночные цены синдицированных товариществ с ограниченной ответственностью и оценка товариществ с ограниченной ответственностью семейного типа» («The Market Pricing of Syndicated LPs and the Valuation of FLPs»; Hans Schroeder, Steve Kam, and Curt Smith); *Trusts & Estates*, февраль 1996 г., стр. 35-46. Интересное исследование, посвященное вопросам ценообразования на вторичном рынке акций товариществ с ограниченной ответственностью, работающих в сфере недвижимости. По данным исследования, среднее значение скидки составляет около 40%. Несмотря на то, что ряд выводов исследования оспаривается другими специалистами, по моему мнению, предлагаемая к рассмотрению основная методология является весьма полезной.

Willamette Management Associates Studies. Наша собственная база данных по сделкам в секторе товариществ с ограниченной ответственностью. Полученные нами данные сходны с результатами, которые содержатся в вышеприведенных изданиях. Другие исследования в этой области можно найти в наших книгах: «Оценка бизнеса» (*Valuing a Business*), третье издание (1996 г.) и «Оценка малого бизнеса и профессиональных практик» (*Valuing Small Businesses and Professional Practices*), третье издание (1998 г.) (обе выпущены издательством Irwin Professional Publishing).

The Investor's Guide to Closed-End Funds. Thomas J. Herzfeld Advisors, Inc. P.O. Box 161465, Miami, FL 33116 (305-271-1900). Содержит многоплановый обзор взаимных фондов закрытого типа, а также об-

суждение злободневных вопросов их оценки и характеристики отдельных фондов.

«*Определение величины скидок на ликвидность*» (Quantifying Marketability Discounts). Peabody Publishing, LP (800-769-0967).
3. Кристофер Мерсер (Z. Christopher Mercer), ASA, CFA, разработал интересную теоретическую модель количественного определения рыночной скидки со стоимости товариществ с ограниченной ответственностью семейного типа, описанных в Главе 10 этой книги (стр. 304-6, 310-12, 313-15).

ПРИЛОЖЕНИЕ В

Судебные дела, рассматривавшиеся Налоговым судом США, и постановления Налогового управления, касающиеся стоимости товариществ с ограниченной ответственностью

Харвуд (Harwood), 82 T.C. 239 (1984 г.). Суд постановил, что размер скидки со стоимости чистых основных активов небольшого товарищества с ограниченной ответственностью с учетом ограничений на право передачи долей собственности в нем, которые, по всей вероятности, должны быть проигнорированы в соответствии с действующими специальными правилами оценки, установленными на основании статьи 2703 Главы 14, составляет 50 процентов.

Владение Уоттса (Estate of Watts), 51 TCM (CCH) 60 (1985), aff'd., 823 F.2d 483 (11th Cir. 1987 г.). Данное полное товарищество, зарегистрированное в штате Орегон, было организовано на основании Договора, положения которого сходны с положениями договоров об образовании современных товариществ с ограниченной ответственностью, которые предусматривали ограничения на выход партнера из товарищества даже в случае его кончины. Данное предприятие, являвшееся владельцем лесных площадей и занимавшееся производством лесных материалов, было оценено с применением скидки в размере 80% от стоимости основных активов. Результаты оценки были подтверждены судами первой и апелляционной инстанций.

Генри Дж. Кнот (Henry J. Knott), 55 TCM 424 (1988 г.). В соответствии с решением суда, 50%-ная доля участия в товариществе с ограниченной ответственностью, являвшемся владельцем квартир, была оценена с применением 30% скидки с чистых основных активов товарищества.

Джон Р. Мур (John R. Moore), 62 TCM 1128 (1991 г.). Суд постановил,

что при оценке миноритарной доли полного партнера со скорректированной стоимости чистых основных активов с учетом определенных ограничений на продажу долей, их изъятие и переуступку должна быть сделана скидка в размере 35 процентов.

Сэмюэл Дж. ЛеФрак (Samuel J. LeFrak), 66 TCM 1297 (1993 г.). Несмотря на то, что в соответствии с решением судьи вследствие особенностей структуры сделки переуступленная доля была признана миноритарной неразделенной долей собственности в недвижимом имуществе, а не долей в товариществе с неограниченной ответственностью, как намеревался представить ее налогоплательщик, проведенный при ее оценке анализ был сходен с анализом, проводимым при оценке FLP Суд признал необходимость применения скидок со скорректированной стоимости чистых активов в совокупном размере 30 процентов.

Владение Люсиль Марк Маккормик (Estate of Lucille Marie McCormick), TCM 1995-371 (1995 г.). Налоговый суд оценил миноритарные доли в двух полных товариществах, зарегистрированных в Северной Каролине, которые были переданы по ряду договоров дарения, с использованием комбинированной скидки на миноритарный характер долей и степень их ликвидности со стоимости основных активов, величина которой находилась в пределах от 34,4% до 47,0%. Этим двум товариществам принадлежала недвижимость (предназначенная для освоения в качестве части совместного предприятия); кроме того, они являлись получателями платежей по контракту на сдачу земли в аренду.

Барудин против Уполномоченного (Barudin v. Commissioner), No. 7156-94, 1996 WL 479679 (USTC 26 августа 1996 г.). Оценка одной из 95 выпущенных в обращение долей, принадлежавших полным партнерам, для целей уплаты налога на наследство. Товарищество, зарегистрированное в Нью-Йорке, было владельцем офисных зданий. Большинство инвестиций полных партнеров контролировалось стороной, не участвовавшей в данном судебном разбирательстве. В соответствии с условиями договора о деятельности товарищества, для принятия решений по большинству вопросов, в т.ч. относительно продажи или передачи доли полного партнера, требовалось наличие большинства голосов. Право на роспуск товарищества, принадлежащее каждому общему партнеру, фактически не было принято судьей во внимание. Суд определил совокупную скидку на миноритарный характер доли и степень ее ликвидности в размере 45 процентов.

Владение Дороти Шауэрмахер (Estate of Dorothy Schauerhamer), TCM 1997-242 (5/28/97). Главным вопросом в этом деле была не

оценка, а влияние сохранения права прямого владения долей в собственности, которая предположительно была передана в FLP. Приняв во внимание совместный учет денежных потоков от активов FLP и личных средств, Налоговый суд постановил, что основатель FLP, принадлежавший к старшему поколению членов семьи, «сохранял право» собственности на активы трех FLP, учрежденных в соответствии со статьей 2036. Таким образом, суд не признал правомерности применения скидок, поскольку основные активы FLP были непосредственно включены в состав имущества поместья, без признания действительности FLP.

Владение Джорджа Леманна (Estate of George Lehmann), TCM 1997-392 (8/26/97). Рассматривавшиеся судом доли общего партнера и партнера с ограниченной ответственностью в земельной собственности, находившейся в округе Колумбия (участке земли, арендованном под гостиницу), были оценены с применением общей скидки в размере около 39 процентов.

Владение Этель С. Ноуэлл (Estate of Ethel S. Nowell), TCM 1999-15 (1/26/99). В этом важном постановлении Налоговый суд вынес решение, в соответствии с которым доли в двух товариществах с ограниченной ответственностью, зарегистрированных в Аризоне, передаваемых в связи с кончиной их прежнего владельца, для целей уплаты федерального налога на наследство оценивались в качестве долей, принадлежащих цессионариям, а не в качестве долей участия в товариществе с ограниченной ответственностью, что было обусловлено взаимодействием между законом штата и условиями договора о деятельности товарищества.

ОЦЕНКА FLP И LLC

Данные по сопоставимым рыночным операциям с ценными бумагами
Скидки на относительно более низкую степень контроля и ликвидности

СКОРРЕКТИРОВАННАЯ СТОИМОСТЬ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

Факторы, подлежащие анализу

- 1 Состав и диверсификация портфеля активов
- 2 Взаимодействие между факторами, влияющими на изменение риска/доходности различных активов
- 3 Политика реинвестирования доходов

Источники данных, используемых для корректировки стоимости с учетом относительно более низкой степени контроля
Источники инвестиционных трастов
Закрытые взаимные фонды
Публичные товарищества с ограниченной ответственностью

Источники данных, используемых для корректировки стоимости с учетом относительно более низкой ликвидности
Исследования акций с ограничениями
Исследования данных о сделках, совершенных до первоначального выпуска акций компании на рынок

Данные о сделках на ценные бумаги публичных товариществ с ограниченной ответственностью, обращающиеся на вторичном рынке

Частные сделки на частные товарищества или LLC

СТОИМОСТЬ НА БАЗЕ ОБЪЕМА ДОХОДА

Факторы, подлежащие анализу

1. Изменчивость потока доходов
2. Управленческие расходы
3. Политика распределения доходов
4. Политика реинвестирования доходов

Корректировка с учетом относительно более низкой степени контроля

Корректировка с учетом относительно более низкой ликвидности

Комбинированная корректировка с учетом относительно более низкой степени контроля и ликвидности

Оценка интеллектуальной собственности**РЭНД М. КЕРТИСС (RAND M. CURTISS)**

Приступая к написанию этой главы, мы выделили пять основных задач:

1. Определить понятие «интеллектуальная собственность».
2. Показать, что принципы оценки интеллектуальной собственности не отличаются от подходов и методов, используемых при оценке других объектов в сфере бизнеса.
3. Продемонстрировать, что оценка интеллектуальной собственности требует специальных знаний и навыков и индивидуального рассмотрения всех обстоятельств дела в каждом конкретном случае.
4. Провести границу между оценкой всех нематериальных активов в совокупности и оценкой отдельного объекта интеллектуальной собственности.
5. Подчеркнуть растущую потребность в услугах по оценке интеллектуальной собственности.

Что такое интеллектуальная собственность?

Интеллектуальная собственность представляет собой один из видов нематериальных активов. Нематериальные активы, в свою очередь, представляют собой один из трех видов активов, наряду с двумя другими — материальными и финансовыми. Материальные активы состоят из недвижимого и иного имущества, включая земельные участки, здания, станки, оборудование и товарно-материальные запасы. Все эти активы можно увидеть и подсчитать, и все они созданы природой или являются плодами труда человека. Финансовые активы включают наличные средства, инвестиции, дебиторскую задолженность и некоторые другие активы. Их можно измерить в денежном выражении, а создаются они в результате коммерческого обмена.

В широком смысле, нематериальные активы — это все то, что не относится к двум вышеуказанным категориям, например, клиентская база, конфиденциальная коммерческая информация, обученный персонал, программное обеспечение, патенты и торговые марки. Такие активы можно

описать и идентифицировать, они имеют юридическую защиту и доказательства своего существования (например, контракты, лицензии или проекты); известно время их создания и период использования. Некоторые нематериальные активы могут быть проданы отдельно от бизнеса (например, название продукта); другие неотделимы от бизнеса (деловая репутация владельца). Нематериальные активы генерируют прибыль как непосредственно (в качестве продукта — такого, например, как право на показ кинофильма «Титаник»), так и косвенно (в качестве части производственного процесса, как, например, компьютерная база данных).

В наиболее общем смысле интеллектуальная собственность включает информацию, изобретения, дизайны, авторское право, шаблоны полупроводниковых интегральных схем (схемы слоев микрочипов), торговые марки, деловую репутацию, гудвилл, определенные формы спонсорской поддержки и права на товарную оболочку (т.е. на внешний вид и упаковку продукции — например, экранная заставка операционной системы Microsoft Windows). Интеллектуальная собственность является, по большей части, продуктом умственного труда.

Очень важно различать саму интеллектуальную собственность и результаты ее использования. Операционная система Windows является классическим примером интеллектуальной собственности. Внедрив ее, компания Microsoft пожинает обильные плоды: господствующее положение и почти что полная монополия на рынке, узнаваемость продукта, высокие прибыли — вот только несколько основных примеров преимуществ, полученных компанией за счет разработки Windows. Эти преимущества являются результатом обладания интеллектуальной собственностью, и они же указывают на ее существование, но сами по себе эти преимущества не являются интеллектуальной собственностью.

Интеллектуальная собственность имеет особый юридический статус. Если бы интеллектуальная собственность не была защищена, то многие желающие могли бы без проблем и при сравнительно небольших затратах воспроизвести большинство объектов, относящихся к этой категории, воспользовавшись ими для своей собственной выгоды в ущерб их создателям (пример — пиратские видеокопии «Титаника»). Если бы защита интеллектуальной собственности не была гарантирована законом, у авторов было бы меньше стимулов для работы, которая сопряжена с определенным риском и требует затрат времени, энергии и ресурсов.

При оценке интеллектуальной собственности и бизнеса используются одни и те же подходы ...

Оценка стоимости интеллектуальной собственности производится с использованием трех известных, общепринятых подходов: подхода на базе стоимости активов, доходного и рыночного подходов.

При использовании подхода, основанного на стоимости активов, в процессе оценки определяется объем затрат на создание объекта интеллектуальной собственности, в т.ч. на его разработку (репродуцирование, замещение или воссоздание) и маркетинг, с учетом доходности, достаточной для компенсации риска, связанного с созданием данного объекта. Подход на базе активов основан на экономическом принципе замещения объекта его аналогом. С помощью данного подхода можно производить оценку имеющегося в наличии обученного штата сотрудников на основе анализа затрат на найм персонала, его обучение, оплату труда и предоставление дополнительных льгот.

При использовании доходного подхода определяется будущий объем доходов нового владельца, который затем капитализируется или дисконтируется по соответствующей ставке на основе принципа ожидаемых будущих выгод. Данный подход может использоваться для оценки материалов, защищенных авторским правом, клиентской базы, контрактов и лицензированной технологии.

При использовании рыночного подхода оценщик производит поиск коэффициентов, характеризующих соотношение величины активов и рыночных цен для сопоставимых объектов, которые затем применяются для определения стоимости оцениваемого объекта интеллектуальной собственности. Для этого на основе экономического принципа альтернативы используются данные по сопоставимым активам, выступавшим в качестве объекта продажи (например, по правам на фильм), или же в качестве объекта лицензирования или аренды (например, при передаче в эксплуатацию по договору франшизы). С помощью данного метода производится оценка разрешений на использование интеллектуальной собственности и оценка торговых марок.

Все это в большой степени напоминает процедуры, используемые при оценке бизнеса!

... но оценка интеллектуальной собственности отличается от оценки компаний!

И только потому, что вся суть отличий заключается в деталях!

Давайте проведем анализ стоимости бизнеса и оценку некой интеллектуальной собственности, используя опыт нашей компании. Для примера возьмем электронную таблицу, которой пользуются сотрудники нашей компании для анализа финансовых показателей.

Затратный подход

В прошлом году я приобрел программу Microsoft Office97, заплатив около 300 долл., и потратил около двух часов на перевод своей предыдущей электронной таблицы Lotus в новый формат. Моя почасовая ставка составляет 250 долл.; таким образом, затраты составили 800 долл. Все верно? Оказывается, нет. Во-первых, программа Office97 включает несколько приложений, и я не могу определить стоимость электронной таблицы отдельно. (Я

мог бы определить стоимость программы Microsoft Excel, но я использовал таблицы Excel в документах Word, поэтому при таком упрощенном расчете произошла бы недооценка реальной стоимости замещения). Во-вторых, как учесть затраты на создание таблицы Lotus и предыдущих версий таблицы, которыми я пользовался около десяти лет и постоянно их совершенствовал? Следует ли учитывать мое обучение на профессиональных курсах повышения квалификации, позволившее мне с уверенностью определять важность тех и ли иных данных и коэффициентов, и давшее знания по их использованию и анализу? Как быть с моим обучением в высшем учебном заведении и аспирантуре, где я получил знания по экономике, финансам, бухгалтерскому делу и оценке собственности? В-третьих, можно ли сопоставить величину моего почасового гонорара со стоимостью моего рабочего времени? (Как я сам ценю и оцениваю свое время?)

Вывод: оценка с помощью затратного подхода в данном случае не подходит.

Рыночный подход

В продаже имеется много программ, основанных на использовании электронных таблиц, которые предназначены для выполнения оценки, но они гораздо сложнее, чем моя (которая содержит только отчеты о доходах за прошлые периоды, прогнозы доходов, балансовые отчеты, данные о денежных потоках и аналитические коэффициенты) и имеют много дополнительных функций, включая интерфейсы для работы с другими базами данных, возможности работы в режиме «он-лайн» и т.д. Мне не известны случаи продажи или лицензирования оценочной таблицы, похожей на мою. Вывод: оценка с помощью рыночного подхода также не подходит.

Доходный подход

Нет ничего проще! Вычислить скорректированную с учетом рисков стоимость капитала компании Loveman-Curtiss, Inc. на основе взвешенных значений рыночных показателей — пустячная задача. Затем мы выделим соответствующий поток дополнительных доходов (или сумму снижения издержек), полученных в результате использования моей таблицы. А теперь пусть кто-нибудь попробует сделать это в реальности!

Вывод: оценка с помощью доходного подхода оказывается столь же неподходящей.

Итак, я зашел в тупик.

«Общий котел»

Может, есть выход из положения?

Вместо того, чтобы определять стоимость «снизу вверх», применяя три известных подхода, я попытаюсь сделать это «сверху вниз».

Мне известно следующее:

1. Мой доход до выплаты налогов: 1 млн. долл. (здесь можно и пометить!)
2. Темпы роста моей фирмы: 0 (Скромность не позволяет сказать правду.)
3. Мой корпоративный долг: 0 долл. (Можно посмотреть мой отчет D&B, не обращая внимания на затраты на аренду офиса.)
4. Принадлежащие мне материальные активы: 50 тыс. долл., включая наличные средства, дебиторскую задолженность, стоимость компьютеров, мебели и т.д. (Имущество было оценено экспертами).

Далее, мы предполагаем, что частные практики по оценке бизнеса — такие, как моя фирма, являются чрезвычайно привлекательными для покупателей и пользуются повышенным спросом, а их стоимость оценивается в размере, равном как минимум восьмикратному объему операционного дохода. (Я вряд ли возражал бы против продажи за такую цену!) Итак, моя практика стоит 8×1 млн. долл. = 8 млн. долл. Данная сумма включает стоимость всех активов, как материальных, так и нематериальных. Поскольку мои материальные активы стоят 50 тыс. долл., то стоимость нематериальных активов должна составить 7 млн. 950 тыс. долл.

Похоже, мы добились больших успехов! Нам удалось оценить «общий котел» — совокупную стоимость всех моих нематериальных активов, используя только мои допущения и основные приемы оценки бизнеса.

Все, что нам осталось сделать — это определить стоимость интеллектуальной собственности, которая представляет собой особую категорию нематериальных активов, и распределить эту стоимость между всеми объектами интеллектуальной собственности. Нет ничего проще!

Давайте проведем инвентаризацию моих нематериальных активов (только активов, и, пожалуйста, никаких недостойных подозрений насчет моих обязательств).

- Деловая репутация
- Сертификаты
- Знания и навыки в области оценки
- Обученный штат сотрудников (кроме меня, имеется еще и штатный аналитик)
- Исключительное чувство юмора

Ух... Мне трудно даже просто перечислить все возможные нематериальные активы (выбор столь велик, а времени и печатной площади не хватает). Похоже, задача оказалась сложнее, чем я думал...

- Месторасположение (чуть было не забыли главное)
- Моя электронная таблица (конечный объект нашей оценки, припо-

минаете?)

- Зарегистрированное название компании: The Loveman-Curtiss, Inc.
- Ключевая фраза моей рекламы: «Ценность Вашего бизнеса зависит от нас».

Похоже, я начинаю впадать в уныние. Не удастся даже надлежащим образом идентифицировать все нематериальные активы. Кроме того, я вижу, что некоторые из них неразрывно связаны между собой. А это уже большая проблема. Итак, я, вполне компетентный оценщик бизнеса, во всех подробностях знакомый со своей собственной компанией, не могу определить и выделить свои нематериальные активы, не говоря уже об их оценке.

Я действительно зашел в тупик.

Здесь указана главная проблема, с которой приходится сталкиваться оценщикам бизнеса, занимающимся определением стоимости интеллектуальной собственности. Мы можем легко оценить нематериальные активы в виде «общего котла» (спасибо и на этом), но продвинуться дальше и выделить отдельные компоненты с тем набором известных и неизвестных характеристик конкретного объекта, которым мы обладаем, представляется невозможным, не говоря уже о технических вопросах методики оценки интеллектуальной собственности.

Задача еще более усложняется при оценке бизнеса, в особенностях которого мы не очень хорошо разбираемся, например при оценке компаний, относящихся к сфере высоких технологий, или фирм, занимающихся научными исследованиями и разработками.

Таким образом, мы выяснили главное: для оценки Вам требуется три вещи, которые, однако, не всегда имеются у оценщиков бизнеса из числа простых смертных:

1. Детальная и подробная информация о данном бизнесе и особенностях активов, относящихся к интеллектуальной собственности, и знание этого бизнеса.
2. Сведения о том, где можно найти сопоставимые (рыночные) данные.
3. Навыки оценки интеллектуальной собственности.

Для выполнения первого требования Вам необходимо заняться интенсивным изучением данного предмета или же пойти по более экономически выгодному пути — воспользоваться помощью специалистов, которые обладают необходимыми знаниями. При обычной оценке бизнеса мы чаще всего знаем, какие вопросы необходимо поставить (экономическое положение и ситуация в отрасли и в самой компании). Но знаем ли мы, какие вопросы следует поставить при оценке интеллектуальной собственности?

Выполнить второе и третье требования уже легче. Прочтите третье издание прекрасной книги Шеннона Пратта, которая включена в список использованной литературы в конце главы. Книга включает три прекрасно написанные главы, посвященные оценке нематериальных активов и интеллек-

туальной собственности. Первая из них охватывает большинство вопросов, рассмотренных нами в данной главе. Во второй довольно подробно рассматриваются различные виды нематериальных активов и методы оценки интеллектуальной собственности. Третья глава посвящена вопросу определения срока службы и использования нематериальных активов (это сложный вопрос, заслуживающий самостоятельного исследования).

Перспективы развития оценки интеллектуальной собственности

Элвин Тоффлер (Alvin Toffler) стал знаменит благодаря разработке теории волн, объясняющей ход экономического развития цивилизации. Первая волна — сельскохозяйственная. Вторая — индустриальная. Третья волна, надвигающаяся на нас — информационная. Профессия оценщика эволюционировала вместе с волнами Тоффлера. Первые оценщики занимались традиционными объектами недвижимости (домами и фермами). Приобретенные ими навыки позднее были адаптированы для оценки индустриальных корпораций Второй волны, возникших около ста лет назад, по мере их укрупнения и возникновения потребности в привлечении внешнего капитала. Были разработаны новые концепции, такие как «гудвилл».

Многие ценности, создаваемые в наши дни, имеют нематериальную природу и относятся к категории интеллектуальной собственности: компьютерные программы, торговые марки, продукция индустрии развлечений и многое другое. В отличие от компаний прошлого, большая часть затрат предприятий, занятых такого рода деятельностью, приходится на человеческие ресурсы за счет использования «человеческого» или интеллектуального капитала, а не материальных или финансовых активов. «Человеческий» капитал не отражается в балансе. Каждый вечер он «покидает» пределы компании вместе с его «носителями».

В настоящее время существует большая потребность в оценке интеллектуальной собственности, которая увеличивается с каждым днем. Авторы, владельцы, инвесторы, чиновники налогового ведомства — все они во все большей мере нуждаются в услугах такого рода. От результатов оценки интеллектуальной собственности зависят многие решения, касающиеся цен сделок, финансирования, налогового планирования, ведения судебных процессов и многие других вопросов. Причем оценка интеллектуальной собственности за последнее время стала выдвигаться на первый план в сфере оценки как по степени важности, так и по количеству связанных с ней проблем. Оценщики бизнеса обладают всеми необходимыми для их деятельности знаниями и навыками, и все же в данном случае их оказывается недостаточно. Если мы хотим добиться эффективности в работе по оценке интеллектуальной собственности, нам необходимо освоить специальные навыки и знания в этой области, а также изучать специфику вопроса в каждом кон-

кретном случае.

Библиография

Джозеф А. Аджато, мл., CPA, ASA, CBA, и Рассел Л. Парр, ASA, CFA, «Видеокурс по оценке интеллектуальной собственности,» (Joseph A. Agiato, Jr. and Russell L. Parr, «Valuation of Intellectual Property Videocourse.»), Американский институт сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации (American Institute of Certified Public Accountants), Курс № 180185, Copyright 1996.

Джеффри Д. Джонс, CBI, ASA, CBA, «Анализ элементов нематериальных активов и интеллектуальной собственности» (Jeffrey D. Jones. «Understanding the Elements of Intangible Assets and Intellectual Properties»), доклад на ежегодной конференции Института оценщиков бизнеса (Institute of Business Appraisers), 1997 г.

Шеннон П. Пратт, Роберт Э. Рейлли и Роберт П. Швайс «Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. (Shannon P. Pratt, Robert E. Reilly, and Robert P. Schweihs. Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies), третье издание, главы 23, 24, and 25, стр. 533-613, 1996 г.

Корпоративные налоги и оценка компаний

ДЖОН Р. ГРЭМ (JOHN R. GRAHAM)
МАЙКЛ Л. ЛЕММОН (MICHAEL L. LEMMON)

Налоги играют важную роль в оценке компаний и их проектов, однако этот фактор учитывается в недостаточной степени. Для проведения надлежащей оценки компании аналитику следует выполнить весьма сложный анализ ставок корпоративного налога и последствий для компании с точки зрения налогообложения. Например, при оценке компании аналитики во многих случаях сначала определяют ее стоимость без учета использования заимствованных средств (V_U), к которой затем прибавляется сумма выгод, обусловленных выбранной формой финансирования:

$$\text{Стоимость компании} = V_U + \text{чистая сумма выгод от использования средств финансирования} \quad (1)$$

Например, если источники финансирования компании включают бессрочный долг, то выгоду от использования средств финансирования можно представить как $t_c D$, где t_c — действующая ставка налога на доходы корпорации, а D — сумма используемого компанией кредита в долларах. В этом случае стоимость компании можно вычислить по формуле:

$$\text{Стоимость компании} = V_U + t_c D \quad (2)$$

Идея, лежащая в основе элемента $t_c D$ уравнения (2), заключается в том, что выплаты процентов по кредиту вычитаются из налогооблагаемого дохода; таким образом, компания, выплачивающая один доллар в виде процентов, может избежать уплаты налогов в размере t_c (1 долл.) = t_c . Компания, имеющая долг в размере D долл., вычитает из налогооблагаемой базы сумму процентов по кредиту в размере rD долл., и таким образом ежегодно избегает уплаты налогов в сумме $t_c rD$ (где r означает соответствующую ставку процента). Если долг компании носит бессрочный характер или возобновляется по истечении срока кредита, то по текущей стоимости величина выгод, обеспечиваемых за счет вычета процентов из налогооблагаемого

дохода, равна $t_c r_D / r = t_c D$. Последняя величина и является последним членом уравнения (2). Эти детализированные расчеты со всей очевидностью демонстрируют, что надлежащая оценка действующей ставки налогообложения компании (t_c) существенно важна для точного определения стоимости компании.

Существует еще один эквивалентный способ оценки стоимости компаний, рекомендуемый в большинстве учебников и научных статей. Этот способ заключается в расчете текущей стоимости ожидаемых денежных потоков компании с использованием ставок дисконтирования, отражающих налоговые выгоды финансирования за счет кредита. В этом случае ставка дисконтирования рассчитывается как средневзвешенная величина стоимости долга для компании *после вычета* налогов и стоимости собственного капитала для компании:

$$\text{Средневзвешенная стоимость капитала для компании} = r_D(1 - t_c)(D/V) + r_E(E/V)$$

где r_D — стоимость долга для компании до вычета налогов, r_E — стоимость собственного капитала для компании, D — рыночная стоимость долга, E — рыночная стоимость собственного капитала компании, а V — рыночная стоимость компании. Стоимость долга после вычета налогов, $r_D(1 - t_c)$, учитывает выплаты процентов по кредитам, вычитаемые из налогооблагаемого дохода. Например, если компания имеет долг, по которому она выплачивает 9% (r_D), а ставка корпоративного налога t_c составляет 35%, то вычет платежей по процентам из налогооблагаемой базы снижает стоимость долга на одну треть и соответственно снижает совокупную стоимость капитала для компании. При определенных обстоятельствах различия в ставках корпоративного налога могут изменить оценочную стоимость капитала на несколько сотен базисных пунктов, что, в свою очередь, может изменить стоимость сделки на миллиарды долларов. Стоит еще раз отметить, что рассчитанная надлежащим образом ставка корпоративного налога t_c является важным элементом оценки компаний и их проектов.

Определение налоговых ставок — дело более трудное, чем кажется на первый взгляд. Разобраться в налоговом законодательстве довольно непросто; к тому же иногда неопределенность в отношении будущих результатов деятельности не позволяет определить, будет ли компания платить налоги в текущем году или в последующие годы. В этой главе основное внимание будет сосредоточено на вычислении величины t_c .

В следующем разделе мы описываем несколько случаев, в которых налоги играют важную роль и оказывают существенное воздействие на итоговый показатель прибыли. В последней части главы приведены многочисленные примеры, иллюстрирующие сложности, с которыми сопряжено определение налогового статуса компаний; в них также дается описание методов

гии моделирования, которую можно использовать для оценки маргинальных ставок налога¹ (кроме того, мы укажем адреса в Интернете, где можно найти смоделированные расчеты налоговых ставок для тысяч компаний). Хотя далее мы уделим внимание нескольким важным изменениям, внесенным в 1998 г. после принятия Закона о налогах, нас более всего интересуют не детали налогового законодательства или правил бухгалтерского учета, а экономические вопросы, связанные с определением суммы корпоративного налога и налоговых льгот.

Как ставка корпоративного налога влияет на стоимость компании?

Кредитное финансирование и выкуп контрольного пакета акций за счет кредитов

В первом разделе этой главы мы упомянули о том, что вычет процентов по кредиту из налогооблагаемого дохода может снизить стоимость капитала для компании и повысить стоимость фирмы. Величина потенциальных налоговых выгод может быть весьма значительной. Наши исследования показывают, что выгоды, получаемые за счет вычета расходов на выплату процентов по кредитам из налогооблагаемой базы, выраженные в текущей стоимости, составляют примерно 10% стоимости средней компании. В масштабах всей экономики США в 1990-х годах это составляло более 100 млрд. долл. в год.^[1] Для некоторых компаний, особенно для тех из них, которые проводят выкуп контрольного пакета акций за счет кредита (LBO), налоговые выгоды, обусловленные выплатами процентов по долгу, могут составить до 20% стоимости компании.

Для того, чтобы проиллюстрировать важность определения ставки корпоративного налога, рассмотрим в качестве примера компанию, которая планирует осуществить выкуп контрольного пакета своих акций за счет получения кредита с целью увеличения своих расходов на выплату процентов по кредитам с 600 млн. долл. до 3,4 млрд. долл. (Примерно на столько же возросли расходы на выплату процентов у компании RJR Nabisco после того, как в 1989 г. она завершила свой знаменитый выкуп контрольного пакета акций за счет кредита; в то время отношение долга к стоимости компании подскочило с 30% примерно до 70%, что говорило о крупном изменении в структуре ее капитала и средневзвешенной стоимости капитала). При оценке сделок, совершенных преимущественно за счет средств, взятых в кредит, обычно считается, что эти средства дополнительно приносят X долл. ненало-

¹ Иначе называются предельными, или приростными ставками налога, представляют собой фактическую процентную ставку, угаживаемую на прирост доходов. — *Прим. переводчика.*

говых выгод плюс Y долл. налоговых выгод. Итак, какова величина налоговых выгод (Y долл.) для рассматриваемой компании? Если компания планирует сохранить высокий уровень заемных средств в структуре капитала в течение 5 лет, а затем восстановить «старую» структуру капитала, то можно предположить, что дополнительные расходы на выплату процентов по кредитам в размере 2,8 млрд. долл. будут ежегодно в течение пяти лет генерировать налоговые выгоды в сумме 2,8 млрд. долл., умноженных на t_c (где t_c — ставка налога на доходы корпорации). Предположим, что налоговая ставка равна 40%, а ставка дисконтирования — 10%. Тогда текущая стоимость налоговых выгод, получаемых за счет выкупа контрольного пакета акций с использованием кредита, увеличит рыночную стоимость компании на 4,25 млрд. долл. Однако если принятие на себя долговых обязательств в действительности приведет к снижению ставки налогообложения компании до 15% (например, в связи с тем, что после столь значительных заимствований компания может начать нести убытки; или же по другим причинам, о которых мы поговорим чуть позже), то стоимость LBO составит всего лишь 1,6 млрд. долл. В случае с компанией RJR Nabisco выкуп контрольного пакета акций за счет кредита увеличил долю налоговых выгод в стоимости компании примерно с 8% почти до 30%!^[2] Таким образом, становится очевидно, что точный расчет величины t_c весьма важен при оценке стоимости сделок, совершенных с использованием фондов с высокой долей заемных средств.

Слияние, поглощение и реорганизация компаний

Списание налогов — один из самых важных активов некоторых компаний. Например, компания, которая в течение последних нескольких лет несла убытки, скорее всего, имеет весьма значительную сумму аккумулированных чистых операционных убытков (NOL), которая может быть перенесена на будущие периоды для компенсации будущих доходов и снижения налоговых обязательств компании. Если эта компания подвергается реорганизации, то возникающая на ее основе новая компания может лишиться возможности использовать активы старой компании, дающие право на уменьшение налогов. В частности, для того, чтобы сохранить эту возможность, новая компания должна заниматься тем же видом бизнеса, что и старая компания, и стоимость каждого 5%-го пакета акций новой компании, объем которого рассчитывается пропорционально совокупному капиталу компании, должна составлять до 500 базисных пунктов стоимости 5%-го акций старой компании. Что интересно — так это то, что компании, имеющие возможность использования существенных налоговых льгот (например, за счет аккумулированных операционных убытков), чаще всего облагаются по низким налоговым ставкам, а значит, их налоговые льготы не имеют особой стоимости. Таким образом, правильная оценка величины t_c приобретает большую важность

при определении размера выгод, которые приносит списание налогов с точки зрения стоимости компании в целом. С точки зрения методики бухгалтерского учета слияние, поглощение и общая реорганизация корпорации подлежат сходному анализу.[3]

Корпорация или товарищество?

Стоимость компании можно представить как текущую стоимость совокупных денежных потоков компании за вычетом величины денежных потоков, направляемых на выплаты в пользу государства. Сумма, которую компания выплачивает в виде налогов (т.е., доля дохода компании, причитающаяся государству), самым непосредственным образом зависит от того, организована ли компания в форме корпорации или же в форме товарищества. В первом случае ставка налога на доходы корпорации является ключевым фактором, определяющим сумму средств, выплачиваемых государству. Определение этой суммы, разумеется, требует точного вычисления величины t_c . Если же компания организована в форме товарищества, то для определения суммы налогов имеют значение ставки налога на доходы лиц, являющихся партнерами или членами этого товарищества. Исследования показали, что компании весьма резко реагируют на изменения в соотношении ставок налогообложения, применяемых к корпорациям и товариществам, поскольку они стремятся максимизировать реальный доход для своих акционеров.[4]

Хеджирование для уменьшения последствий, связанных с изменчивостью величины налогооблагаемого дохода

Законодательство, регулирующее налог на доходы корпораций, предусматривает применение прогрессивной шкалы налогообложения. Это означает, что маргинальные ставки налога растут по мере роста доходов (подробности будут приведены ниже). Если компания в течение одного года имеет высокие прибыли, то она платит налоги по очень высокой ставке; если на следующий год эта компания несет убытки, то она вообще не платит налогов. Хотя компании могут переносить убытки на будущие периоды для того, чтобы избежать уплаты налога на будущие доходы, различные факторы (в том числе стоимость денег во времени) снижают стоимость убытков, перенесенных на будущие периоды. Таким образом, компании, доходы которых подвержены постоянным колебаниям от значительной прибыли до убытков, в среднем платят налоги по «средней» ставке. Если же компания прибегает к хеджированию, ее большие прибыли оказываются меньше, чем могли бы быть в противном случае, или же минимизируются убытки, которых порой удастся полностью избежать; при любых обстоятельствах такая компания платит налог по «низкой» ставке. Доказано, что с помощью хеджирования некоторые компании могут сэкономить миллионы долларов на выплате налогов,

что непосредственным образом увеличивает их стоимость.[5] Разумеется, для того, чтобы рассчитать, насколько хеджирование может увеличить стоимость конкретной компании, необходимо точно оценить величину t_c , т.е. ставку налога на доходы данной компании.

В каких случаях транснациональным корпорациям следует репатриировать дивиденды из-за рубежа?

Многие компании получают значительную часть своих доходов за счет дочерних компаний и филиалов, действующих за пределами США. Соответственно, значительная часть стоимости таких компаний обусловлена доходами их зарубежных компаний и подразделений. Например, в 1990-х годах примерно три четверти совокупной прибыли компании «Кока-Кола» были получены за счет ее дочерних компаний, расположенных за рубежом. Для того, чтобы вернуть полученные за рубежом доходы в материнскую компанию, работающую в США, необходимо «репатриировать» дивиденды из зарубежных дочерних структур. Решение о том, когда и в каком объеме переводить доходы из-за рубежа на счета материнских компаний, принимается на основе сравнения доходов после выплаты налогов, которые теоретически будут получены зарубежным дочерним предприятием, с величиной соответствующих доходов материнской компании в США. Соответственно, при оценке транснациональных корпораций очень важно точно оценить величину t_c .

Хотя можно привести множество других примеров, показывающих, насколько существенно могут сказываться ставки налогов на доходах корпораций и, соответственно, на оценке стоимости компаний, мы переходим к описанию методов вычисления ставок налога на доходы корпораций.[6]

Маргинальные ставки налога на доходы корпораций

В большинстве случаев ставкой налога, принимаемой в расчет при принятии финансовых решений, является маргинальная ставка налога для данной компании. Она определяется как текущая стоимость текущих налогов и налогов будущих периодов, которые должны быть выплачены на каждый доллар дополнительных доходов текущего периода.[7] Приведенные далее простые примеры показывают, почему определение ставки налога не всегда является столь простой задачей, как может показаться с первого взгляда. Поскольку все эти примеры относятся к расчетам за один период, переносы прибыли или убытков на прошлые или будущие периоды в данном разделе опускаются, хотя далее мы рассмотрим и такие примеры.

Итак, представим себе компанию, которая с равной степенью вероятности может в текущем году как получить 1 млн. долл. доходов, так и понести убытки в размере 3 млн. долл. Совокупная ставка налогов с доходов компа-

нии, состоящая из ставок федеральных, местных налогов и налогов штата, составляет 40% на каждый доллар прибыли (при убытках компания налогов не платит). Если аналитик хочет проработать один-единственный сценарий, то он будет исходить из того, что компания понесет убытки в размере 1 млн. долл. ($1/2 \times (-3 \text{ млн. долл.}) + 1/2 \times 1 \text{ млн. долл.}$) и, следовательно, не будет платить налоги. Эта логика предполагает ставку налога, равную 0%. Однако эта логика является ошибочной.

Какова маргинальная ставка налога для этой компании? Чтобы ответить на этот вопрос, нам необходимо определить, насколько изменится текущая стоимость подлежащего уплате налога при получении на сегодняшний день одного дополнительного доллара дохода. При сценарии, предусматривающем получение прибыли, за один доллар дополнительного дохода (т.е. если компания получит доход, равный не 1 млн., а 1000001 доллару) компания заплатит налог в размере 40 центов. В случае убытков, за один доллар дополнительного дохода (т.е. если размер убытков компании составит не 3 млн., а 2999999 долл.) компания налог платить не будет. Таким образом, предполагаемая сумма налога с одного дополнительного доллара дохода текущего периода составит 20 центов (налог, уплачиваемый в случае получения прибыли, в размере $1/2 \times 40$ центов, плюс $1/2 \times 0$ — нулевой налог в случае убытков). Следовательно, предполагаемая маргинальная ставка налога на доходы компании равна 20%. Этот пример показывает, что компании могут быть в среднем неприбыльными, и все же в результате расчета ставки налога может получаться положительная величина.

И другой вариант. Предположим что в этом же самом примере порядок цифр будет обратным, т.е. фирма в текущем году с равной вероятностью может либо получить доход в размере 3 млн. долл., либо понести убытки в размере 1 млн. долл. Ошибочная логика может привести к выводу о том, что поскольку данная компания ожидает получения прибыли в размере 1 млн. долл., ей придется платить налог по ставке 40%. Однако по причинам, аналогичным описанным выше, ожидаемая величина налога с одного доллара дополнительного дохода вновь составит 20 центов, что предполагает ожидаемую маргинальную ставку налога, равную 20%. Этот пример показывает, что компании, рассчитывающие на получение прибыли, в действительности могут платить налоги по весьма низкой ставке (поскольку существует разумная вероятность того, что в каких-то ситуациях эти компании могут понести убытки).

Эти примеры приведены для того, чтобы подтвердить справедливость утверждения: определение ставки налога на доход компании не всегда представляет собой столь простую задачу, как может показаться с первого взгляда. В последующих разделах мы вернемся к этому вопросу и, приведя более реалистичные примеры, обсудим, как основные положения налогового кодекса влияют на ожидаемую величину ставки налога.

Какие факторы определяют предполагаемую ставку налога на доходы корпорации?[8]

Непостоянство доходов и неопределенность в отношении их итогового уровня

Примеры, приведенные в предшествующем разделе, показывают, что компания, ожидающая получения прибыли, может платить налог по сравнительно низкой ставке, тогда как для фирмы, прогнозирующей убытки, ставка налога может быть относительно высокой. Далее мы поговорим об изменчивости, которой подвержен поток будущих доходов компании, в т.ч. рассмотрев этот вопрос в свете положений налогового кодекса, и о том, как она весьма любопытным образом может отразиться на текущих и будущих налоговых обязательствах компании. На самом деле, различия в степени непостоянства доходов являются одной из главных причин вариации ставок налога для разных компаний, что будет документально подтверждено далее.

Прогрессивная шкала налогов и налоговое законодательство

Ставка корпоративного налога зависит от уровня прибыли конкретной компании. Текущие ставки федерального налога на доходы корпораций, предусмотренные законодательством, приведены в Таблице 39.1, однако стоит иметь в виду, что ставки налогообложения периодически пересматриваются.

В целом при прогрессивной системе налогообложения для мелких компаний действуют достаточно низкие ставки налога, а для крупных рентабельных компаний, имеющих прибыль в размере свыше 18,33 млн. долл., ставка федерального налога на прибыль составляет 35%. Впрочем, имейте в виду, что даже крупные компании могут пользоваться низкими (или нулевыми) ставками налога в случае, если они не ожидают большой прибыли. В целом, при прогрессивной системе налогообложения (и нулевой ставке налогов в случае убытков), у компаний, ожидающих получения прибыли, неопределенность в отношении величины их налогооблагаемых доходов ведет к снижению предполагаемой ставки налога ниже ставки, установленной в законодательном порядке. Напротив, у компаний, ожидающих убытки, предполагаемая ставка налога повышается вместе с изменчивостью их доходов.

Перенос чистых операционных убытков на прошлые и будущие периоды

Предоставляемая компаниям возможность переносить чистые операционные убытки (NOL) на два года назад и на 20 лет вперед для зачета убытков при уплате налогов за прошлые и будущие периоды может существенно и весьма интересным образом влиять на предполагаемую ставку налогообло-

Таблица 39.1 Ставки федерального налога на доходы корпораций в 1998 г., установленные в законодательном порядке

Маргинальная ставка налога	Доход (в тыс. долл. США)
15%	\$0 < доход < \$50
25%	\$50 < доход < \$75
34%	\$75 < доход < \$100
39%	\$100 < доход < \$335
34%	\$335 < доход < \$10,000
35%	\$10,000 < доход < \$15,000
38%	\$15,000 < доход < \$18,333
35%	доход > \$18,333

жения компании.[9] Для иллюстрации этого утверждения представим себе компанию, которая на протяжении последних нескольких лет получала годовой доход в размере 1 млн. долл. Если в текущем году эта компания несет убытки в размере 2 млн. долл., она может перенести убытки на прошлые периоды и получить компенсацию налогов, выплаченных компанией в течение прошлых двух лет. Предположим, что эта компания платила налоги по ставке 35% с каждого доллара прибыли (в данном случае опустим прогрессивный характер шкалы налогообложения, предусмотренной законом) и, соответственно, в каждом из двух последних лет заплатила по 350 тыс. долл. налога. В этом случае в текущем году эта компания может получить компенсацию в размере 700 тыс. долл.

Для того, чтобы рассчитать маргинальную ставку налога, фирма должна определить текущую стоимость дополнительных налогов, которые она должна заплатить с каждого доллара дополнительного дохода, полученного в текущем периоде. В рассматриваемом случае получение одного дополнительного доллара дохода означает, что величина убытков на сегодняшний день составит 1999999 долларов. Таким образом, компания получит возмещение в размере 35% от 1999999 долларов, или 699999,65 долл. Иными словами, получение доллара дополнительных доходов на текущий момент снижает размер компенсации ранее уплаченного компанией налога на 35 центов. Таким образом, маргинальная ставка налога для этой компании равна 35% (даже если в настоящее время она несет убытки).[10]

Для того, чтобы продемонстрировать эффект переноса убытков на будущие периоды, представим, что компания, подобная предыдущей, за последние несколько лет имела годовой доход, равный 1 млн. долл., в текущем периоде понесла убытки в размере 6000001 долл., и можно с большой степенью уверенности ожидать, что компания в течение следующих пяти лет будет ежегодно получать доход в размере 1 млн. долл. Сначала эта компания перенесет 2 млн. из суммы текущих убытков на прошлые периоды для того, чтобы получить компенсацию в размере 700 тыс. долл. за налоги, выплаченные за два предыдущих года. Затем компания перенесет на будущие периоды оставшиеся 4000001 доллар убытков для того, чтобы компенсировать

свои будущие налоговые обязательства в размере 350 тыс. долл. за каждый из четырех последующих лет.[11] И, наконец, у компании останется еще 1 доллар убытка для «защиты» от налогообложения первого доллара дохода, который компания получит на пятом году, после чего она снова начнет платить налоги. Для того, чтобы определить маргинальную ставку налога, надо рассчитать текущую стоимость налога на один доллар дополнительного дохода в текущем периоде. Получение одного дополнительного доллара дохода сегодня означает, что размер убытков составит 6000000 долл. В этом случае компания возобновит уплату налогов с первого доллара дохода на пятый год. Предположим, что ставка дисконтирования равна 10%. В этом случае текущая стоимость налога на этот доллар дополнительного дохода и, соответственно, текущая стоимость налога на один доллар дополнительного дохода в текущем периоде равна: $35 \text{ центов} / (1 + 0,10)^5 = 21,7 \text{ центов}$. Следовательно, маргинальная ставка налогообложения этой компании равна 21,7%, несмотря на то, что она не предполагает уплаты каких-либо налогов в течение следующих 4 лет.

Ставки местных налогов, налогов штатов и налогов, взимаемых за рубежом

В потенциале в дополнение к налогам, выплачиваемым федеральному правительству, корпорации могут облагаться налогами на доходы некоторыми другими территориальными налоговыми органами. Например, доходы, полученные в штатах Калифорния и Массачусетс, облагаются налогами по ставке около 10%, тогда как доходы, полученные в некоторых других штатах, налогами на уровне штата не облагаются. Далее, некоторые муниципалитеты или органы местного самоуправления добавляют к бремени федерального налогообложения собственный налог на доходы. Естественно, власти иностранных государств устанавливают свои налоговые обязательства для компаний, работающих на их территории.[12] Для того, чтобы определить совокупную ставку налога компании, к ставке федерального налога следует прибавить ставки всех дополнительных налогов, взимаемых на уровне штата и в данной местности. В то же время, местные налоги и налоги штата обычно засчитываются при взимании федерального налога, что сокращает нетто-ставку обязательств по уплате местных налогов и налогов штата. Таким образом, ставка этих налогов рассчитывается как $(1 - t_{\text{федерального налога}}) (t_{\text{налога штата}} + t_{\text{местного налога}})$. Предположим, например, что ставка федерального налога на доходы некоей компании $t_{\text{федерального налога}} = 35\%$, а совокупная нетто-ставка налогов штата и местных налогов равна 12%.[13] Эти налоги уменьшают доллар прибыли до 88 центов, и федеральным налогом облагаются уже эти 88 центов, что дает 57,2 цента доходов после уплаты налогов ($57,2 \text{ цента} = 88 \text{ центов} \times 1 (1 - t_{\text{федерального налога}})$). Таким образом, совокупная ставка налога для данной

компании равна $42,8\% (= 35\% + 7,8\%)$. В этом примере налоги штата и местные налоги добавляют $7,8\%$ к ставке федерального налога, составляющей 35% с каждого доллара дохода, т.е. нетто-ставка налогов штата и местных налогов, не включающая налогов, выплачиваемых на федеральном уровне, равна $7,8\% = (1 - 35\%) \times 12\%$.

Налоговые кредиты

Существует несколько типов налоговых кредитов, которыми компании могут воспользоваться для уменьшения своих налоговых обязательств. В данном разделе наше внимание будет сосредоточено на налоговых кредитах на научные исследования и разработки (research and development tax credit — RDC), хотя существуют и другие виды налоговых кредитов, такие как зачет налогов, уплаченных за рубежом, альтернативный минимальный налог, инвестиционные налоговые кредиты и другие налоговые кредиты, связанные с ведением бизнеса.[14] В отличие от переноса чистых операционных убытков на прошлые или будущие периоды, используемого для уменьшения налогооблагаемого дохода, налоговые кредиты используются в качестве прямого вычета из суммы налоговых обязательств компаний (RDC можно использовать для зачета первых 25 тыс. долл. налогов и 75% налогов на сумму, превышающую 25 тыс. долл.). Например, если компания получила 20 тыс. долл. и перенесла из прошлых периодов чистые операционные убытки в размере 5 тыс. долл., при ставке налога $t_c = 40\%$ она уменьшит свои налоговые платежи на 6 тыс. долл. $(= (20000 \text{ долл.} - 5000 \text{ долл.})t_c)$. В то же время, если эта компания имеет налоговый кредит в размере 5 тыс. долл., его использование приведет к снижению налоговых обязательств компании до 3 тыс. долл. $(= 20\,000 \text{ долл.} \cdot t_c - 5000 \text{ долл.})$.

Величина RDC составляет примерно 20% увеличения расходов на научные исследования и конструкторские разработки в текущем периоде по сравнению с такими расходами за период, взятый в качестве базисного[15]. Если в текущем году данный кредит не использован, его можно перенести на предшествующий год или на 20 лет вперед[16]. Если компания имеет налоговый кредит и одновременно имеет аккумулированные чистые операционные убытки за прошлые периоды, и при этом истекает как срок действия соответствующего кредита, так и возможность переноса убытков, то компании порой приходится делать выбор, какую из этих двух возможностей использовать для уменьшения налогов за данный период.

Для того, чтобы понять, как RDC влияет на маргинальные ставки налога, рассмотрим в качестве примера некую компанию. Налогооблагаемый доход этой компании в текущем году составляет 62500 долл.; ее руководство уверено в получении прибыли в следующем году; компания имеет накопленный RDC в размере 25001 долл., который может быть использован для зачета при уплате налогов; ставка корпоративного налога t_c составляет 40%

(обратите внимание: налог с 62500 долл. по ставке 40% равен 25000 долл.). Сначала эта компания использует RDC для полной «защиты» от налогообложения, т.е. за счет использования RDC ей не надо будет платить 25 тыс. долл. в качестве налога с доходов, равных 62500 долл. Теперь, если эта компания сегодня получит один доллар дополнительного дохода, то она посредством RDC сможет уменьшить связанные с получением этого доллара налоговые обязательства на 75%. Это означает, что за счет использования RDC фирма уменьшит потенциальные налоговые обязательства на 30 центов (потенциальные налоговые обязательства с одного дополнительного доллара составляют 40 центов, а 75% от 40 центов равно 30 центам). Таким образом, компания должна будет заплатить текущие налоги с этого дополнительного доллара в размере всего лишь 10 центов. Однако, теперь у этой компании сумма аккумулированного RDC, которым можно было бы воспользоваться для погашения доходов следующего года, уже на 30 центов меньше. Следовательно, прямым результатом получения лишнего доллара сегодня станет уплата 30 центов дополнительных налогов в следующем году. Таким образом, при ставке дисконтирования, равной 10%, маргинальная ставка налога компании в текущем периоде составит 37,3% ($0,373 = 0,10 + 0,30/1,10$).

Альтернативный минимальный налог

Закон 1986 г. о налоговой реформе предусматривает введение альтернативного минимального налога (alternative minimum tax — АМТ). АМТ в сущности является новой налоговой системой, которая существует отдельно от традиционной налоговой системы, но вместе с тем действует параллельно ей. Цель АМТ состоит в обеспечении уплаты хотя бы минимального налога всеми компаниями, имеющими прибыль. Система АМТ увеличивает налогооблагаемую базу, поскольку она ограничивает возможности использования некоторых налоговых льгот — например, ускоренной амортизации. В системе АМТ действует своя ставка налогообложения. В настоящее время эта ставка составляет 20%, но посредством переноса чистых операционных убытков или использования налоговых кредитов эта ставка может быть фактически снижена до 2% от базы доходов до вычета налогов, облагаемой налогом в системе АМТ. Величина подлежащих уплате налогов составляет большую из двух сумм, исчисленных в соответствии с традиционной налоговой системой и в соответствии с системой АМТ. Если при исчислении налогов в системе АМТ, вследствие включения в налогооблагаемую базу некоторых статей, на которые в традиционной системе распространяются налоговые льготы, сумма налогов оказывается выше по сравнению с традиционной системой, соответствующую разницу можно переносить на будущие периоды в качестве налогового кредита без ограничения по срокам.

Система АМТ иногда влияет на маргинальную ставку налога с доходов компаний. Предположим, что какая-то компания, используя обширные на-

логовые льготы на амортизационные отчисления, могла бы при использовании традиционной системы снизить свой налогооблагаемый доход до нуля, однако в системе АМТ она вынуждена платить налоги. В этом случае данная компания заплатит налоги в размере 20 центов с доллара полученного сегодня дополнительного дохода. Однако если эта компания ожидает получения прибыли и предполагается, что через два года она уже не будет подлежать налогообложению по системе АМТ, то она может использовать кредит АМТ для погашения 20 центов своих налоговых платежей за последний год налогообложения по системе АМТ. Допустим, что АМТ не оказывает иного воздействия на налогообложение компании, а ставка дисконтирования равна 10%. В этом случае маргинальная ставка налога для данной компании в настоящее время составляет 3,5% ($0,035 = 0,20 - 0,20/1,102$).

«Налоговые щиты»² для финансовых операций и инвестиций

На ставку налога также могут влиять типы активов, которыми владеет компания, и используемый метод финансирования ее деятельности. Поскольку амортизационные отчисления и расходы на выплату процентов по кредитам вычитаются из налогооблагаемого дохода, величина налогооблагаемого дохода компаний, имеющих большие амортизационные отчисления и высокие расходы по процентным платежам, ниже по сравнению с подобными им компаниями, имеющими более низкую долю заемных средств в структуре капитала и меньший объем амортизационных отчислений. При прочих равных условиях компании с высокими уровнями амортизации/выплат процентов по кредитам могут пользоваться более низкой маргинальной ставкой налога вследствие более низкой величины налогооблагаемых доходов, указываемой в представляемых в налоговые органы документах.[17] В процессе планирования развития компании следует принимать во внимание эффект, который оказывают на ставки налогов «налоговые щиты», как связанные с заимствованиями компании, так и другие их виды, а также воздействие альтернативных схем финансирования, таких как лизинг, на стоимость и доходность капитала для акционеров. Например, компании с низкими ставками налога имеют возможность снизить стоимость капитала для компании, прибегнув к финансированию посредством лизинга, поскольку лизинг позволяет таким компаниям передавать свои «налоговые щиты» другим компаниям (арендодателям), для которых они представляют большую ценность.

Моделирование маргинальных ставок налогов корпораций

До сих пор мы говорили о важности точного вычисления маргинальных ставок налога на доходы корпораций, упомянув о том, что в налоговом законо-

² Статьи расходов, которые уменьшают налогооблагаемый доход без потребления оборотных средств (напр., амортизация) или с потреблением (напр., исследования и разработки) — Прим. переводчика.

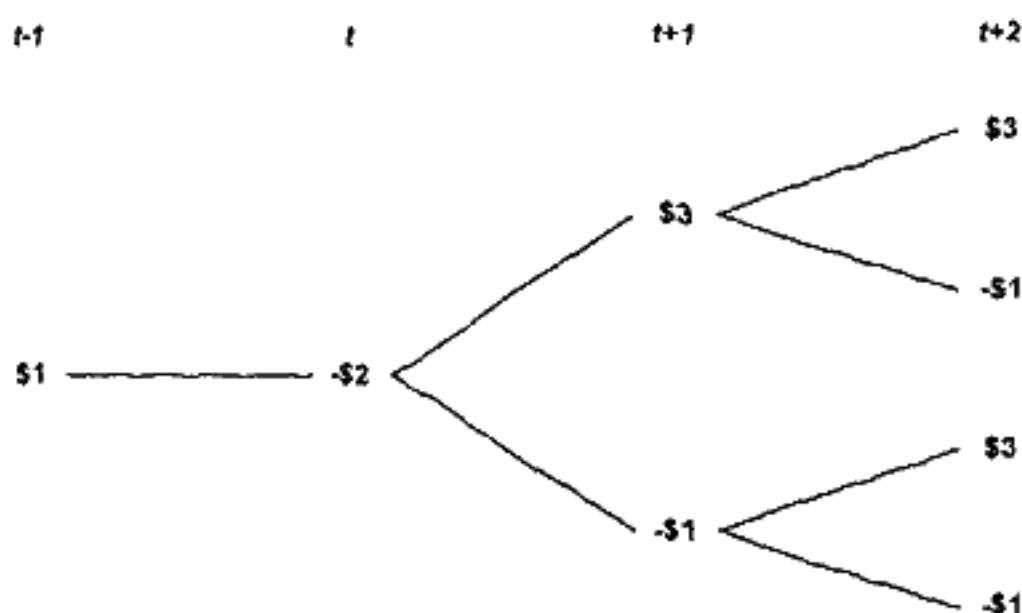
дагельстве есть ряд особенностей, которые усложняют эту задачу. В этом разделе дается краткое описание процедуры моделирования, которая дает возможность определения налоговых ставок с учетом неопределенности в отношении доходов и важных положений налогового кодекса. Перед тем, как приступить к подробному описанию этой процедуры, приведем два примера. Они иллюстрируют необходимость использования интуиции при применении данной методологии, что обусловлено неопределенностью будущих доходов, а также необходимостью принятия решений относительно переноса убытков для зачета налогов за прошлые и будущие периоды и использования «налоговых щитов», относящихся к вычету процентных платежей из налогооблагаемого дохода.

Рассмотрим некую гипотетическую компанию, которая в прошлом году за период $t - 1$ получила доход, равный 1 млн. долл., а за текущий период (период t) понесла убытки в размере 2 млн. долл. Вероятность того, что за каждый из последующих двух лет (обозначим их как периоды $t + 1$ и $t + 2$) компания получит доход в 3 млн. долл., составляет 50%. Столь же велика вероятность того, что в каждом из этих двух лет компания понесет убытки в размере 1 млн. долл. Эта модель налогооблагаемого дохода изображена на верхнем рисунке на Диагр. 39.1. Обратите внимание на то, что существует четыре варианта развития сценария, в каждом из которых будет получена различная итоговая величина налогооблагаемого дохода. Допустим также, что предусмотренная законодательством ставка налога с каждого доллара прибыли для этой компании равна 40%. Для того, чтобы вычислить предполагаемую маргинальную ставку налога компании за период t , сначала рассчитываются налоги, которые пришлось бы заплатить с доллара дополнительного дохода текущего периода, учитывая положения налогового кодекса, регулирующие перенос убытков на прошлые и будущие периоды. Величина и срок уплаты налоговых платежей, обусловленных получением одного доллара дополнительного дохода в текущем периоде, указаны на нижнем рисунке на Диагр. 39.1.[18] Поскольку за текущий период компания понесла убытки в размере 2 млн. долл., но получила 1 млн. долл. дохода в период $t - 1$, она сначала переносит часть своих текущих убытков в размере 1 млн. долл. на прошлый период и получает 400 тыс. долл. компенсации за налоги, уплаченные за период $t - 1$. После этого у компании остается 1 млн. долл. убытков, которые она переносит на будущие периоды и которые будут использованы в период $t + 1$ и в последующие периоды.

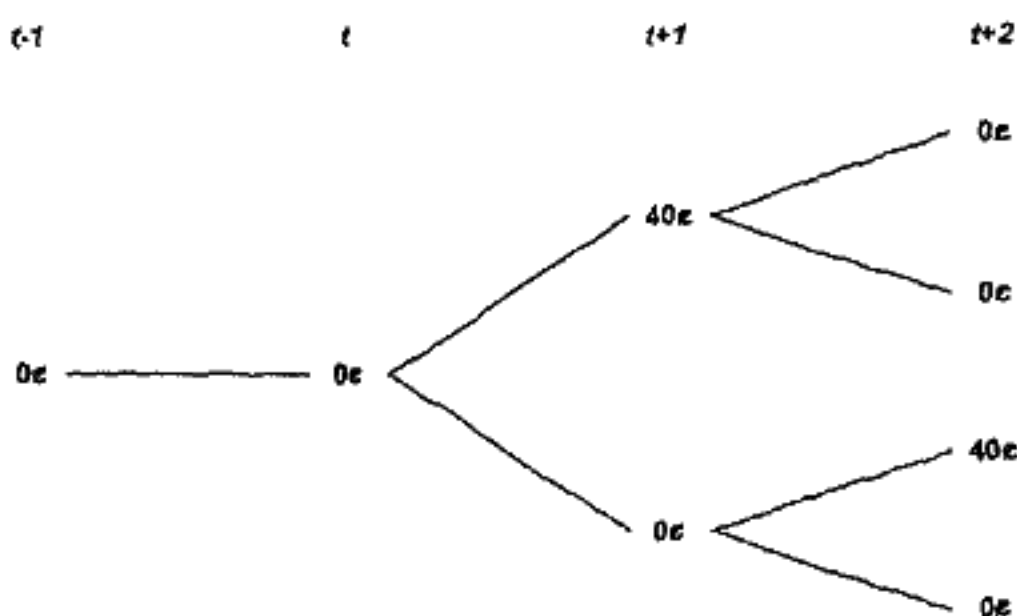
Сначала рассмотрим «верхний» сценарий — случай, в котором компания в году $t + 1$ получит доход в 3 млн. долл. В соответствии с этим сценарием компания использует перенос остатка своих убытков за период t на будущие периоды для того, чтобы снизить свои налогооблагаемые доходы за период $t + 1$ на 1 млн. долл. Теперь, если компания получает доллар дополнительного дохода в периоде t , она должна перенести на будущие периоды на один доллар меньше, что приведет к уплате в году $t + 1$ дополнительного

Диаграмма 39.1 Налогооблагаемый доход и налоги гипотетической компании в условиях неопределенности будущих доходов и при налоговых убытках³ в период t .

Возможные варианты реализации сценария для итогового показателя налогооблагаемого дохода (в млн. Долл.)



Налоги, уплачиваемые с доллара дополнительного дохода, полученного в периоде t (в центах — ϵ)



налога в размере 40 центов. На этом налоговые последствия получения дополнительного доллара за период t в соответствии с «верхним» сценарием оказываются исчерпанными — на них никоим образом не окажет влияния то, что случится в период $t + 2$ (анализ этого примера завершается на анализе периода $t + 1$).

Теперь рассмотрим «нижний» сценарий, в соответствии с которым компания за год $t + 1$ понесет убытки в размере 1 млн. долл. В этом случае ком-

³ Убытки, которые учитываются при налогообложении путем вычета из аналогичных, других или будущих доходов, в результате чего уменьшается сумма налогов — Прим. переводчика.

пания не будет платить налоги за период $t + 1$, а вместо этого прибавит сум-
му убытков к уже перенесенным, в результате чего сумма аккумулирован-
ных убытков составит 2 млн. долл., и перенесет эту агрегированную сумму
на будущие периоды. Если за год $t + 2$ компания получит доход в 3 млн.
долл., то получение дополнительного доллара в текущем периоде приведет к
уплате налога в периоде $t + 2$ в размере 40 центов. Однако, если компания
за год $t + 2$ вновь понесет убытки, то в этот года сумма, которую она долж-
на будет выплатить в виде налога, будет равняться 0.

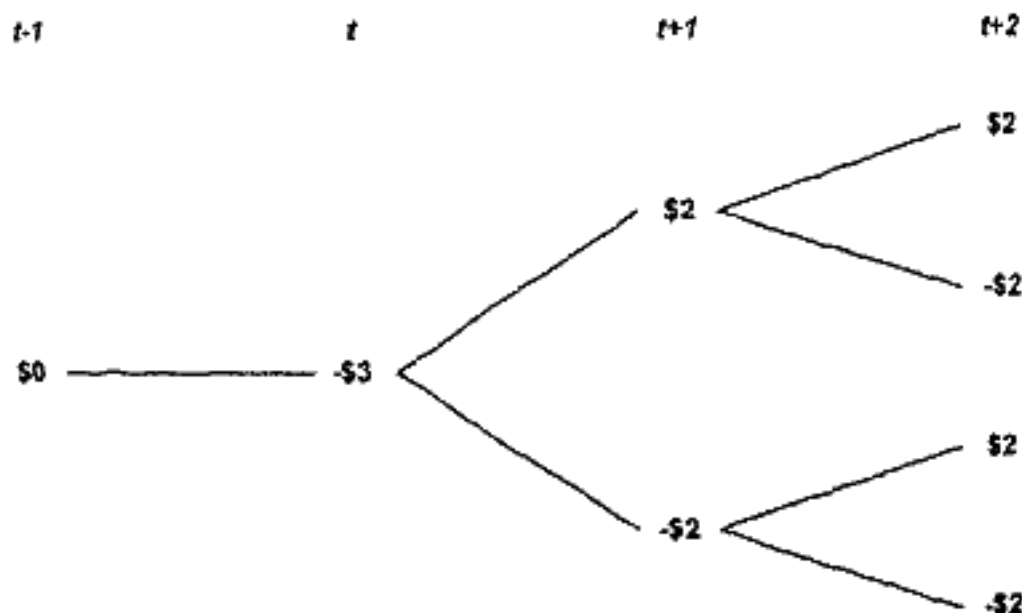
Дополнительные налоги, подлежащие уплате вследствие получения
доллара дополнительных доходов в течение периода t , показаны на нижнем
рисунке на Диагр. 39.1. На основе величины этих налогов можно опреде-
лить предполагаемую маргинальную ставку налога за период t . При ставке
дисконтирования, равной 10%, текущая стоимость предполагаемых налого-
вых платежей составляет $1/2 (40 \text{ центов}/1,1) + 1/4 (40 \text{ центов}/1,1^2) +$
 $1/4 (0 \text{ центов}/1,1^2) = 26,4 \text{ центов.}[19]$ Это означает, что предполагаемая
маргинальная ставка налога составляет 26,4%. [20]

Второй пример, приведенный на Диагр. 39.2, демонстрирует, как «нало-
говые щиты» могут повлиять на ставку взимаемого с компании налога. Рас-
смотрим компанию, идентичную той, которая была рассмотрена в предыду-
щем примере, за исключением того, что она ежегодно выплачивает процен-
ты в размере 1 млн. долл. Возможные потоки налогооблагаемого дохода
этой компании показаны на верхнем рисунке на Диагр. 39.2. Обратите вни-
мание на то, что в данном случае поток доходов на 1 млн. долл. меньше, чем
тот, который показан на рис. 39.1. Это будет справедливо для любой компа-
нии, расположенной в любой стране мира, поскольку расходы на выплату
процентов по кредитам во всех странах сокращают налогооблагаемый доход
(при этом один доллар выплаты по процентам снижает налогооблагаемый
доход на один доллар). Используя логические рассуждения, аналогичные
тем, которая были использованы в предыдущем примере, мы вычислим те-
кущие и будущие налоговые платежи, обусловленные получением доллара
дополнительного дохода в период t . Величина и сроки этих платежей приве-
дены на нижнем рисунке на Диагр. 39.2. На основе величины этих платежей
можно определить предполагаемую маргинальную ставку налога компании
за период t . Предположим, что ставка дисконтирования равна 10%. Тогда
предполагаемая текущая стоимость налоговых платежей равна $1/4 (40 \text{ цен-}$
 $\text{тов}/1,1^2) + 3/4 (0 \text{ центов}/1,1^2) = 8,3 \text{ центов.}$ Это означает, что предпола-
гаемая маргинальная ставка налога составляет 8,3%. Дополнительные вы-
платы процентов в размере 1 млн. долл. снижают ставку налогообложения
этой компании на 18% (26,4% - 8,3%). Как следует из этого примера, при
расчете маргинальной ставки налогообложения важно учитывать изменение
структуры финансов и активов компаний.[21]

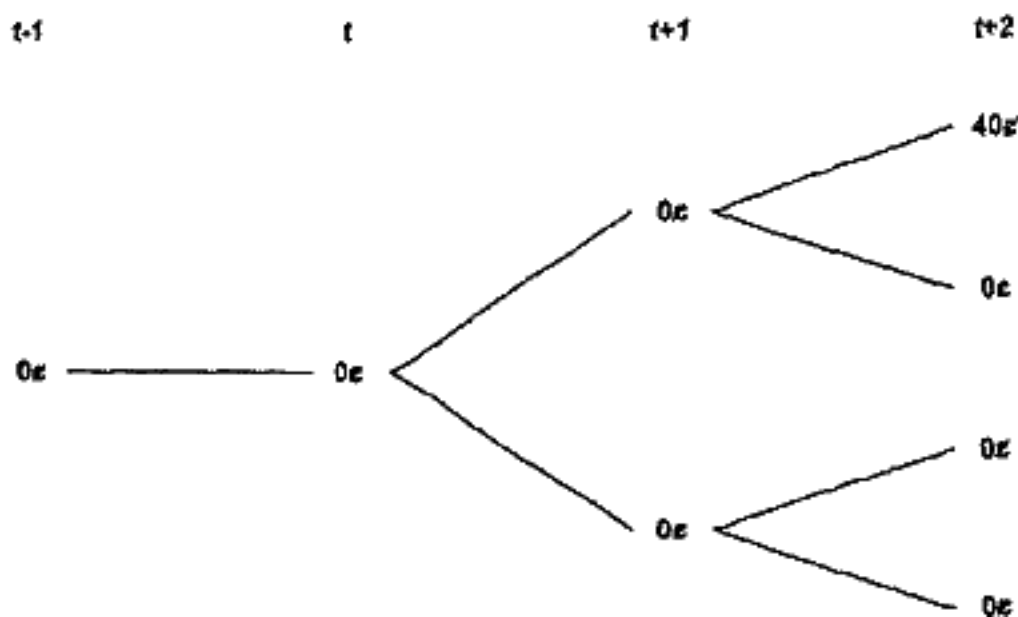
Как видно из этих примеров, трудности в процессе определения марги-

Диаграмма 39.2 Налогооблагаемый доход и налоги гипотетической компании, ежегодно выплачивающей 1 млн. долл. в виде процентов по кредитам, в ситуации неопределенности доходов и при налоговых убытках в период t .

Возможные варианты реализации сценария для итогового показателя налогооблагаемого дохода (в млн. Долл.)



Налог, удерживаемый с доллара дополнительного дохода, полученного в периоде t (в центах — ϵ).



важные ставки также используются компанией Ibbotson Associates для оценки WACC (средневзвешенной стоимости капитала для компаний) в ежеквартальном издании «Ежегодник данных по стоимости капитала для компаний» («Cost of Capital Quarterly Yearbook»).

Расчетные ставки налога называются «смоделированными», потому, что для их расчета построена модель с учетом неопределенности дохода на базе прогноза (или имитационного моделирования) будущего налогооблагаемого дохода. В последнем примере проблема неопределенности доходов решается посредством использования распределения, предусматривающего два варианта: результаты деятельности компании в каждом году могут быть либо «хорошими» (компания будет иметь доход в размере 3 млн. долл.), либо «плохими» (компания понесет убытки в размере 1 млн. долл.). Аналогичным образом, аналитик при выполнении практической задачи, применяя метод моделирования в ходе процесса общего планирования, может инкорпорировать в свои расчеты фактор неопределенности, используя специфические для компании сценарии. В любом случае, надлежащее моделирование с учетом положений налогового законодательства (относящихся к переносу убытков на прошлые и будущие периоды) требует прогнозирования налогооблагаемого дохода.

Для моделирования неопределенности доходов при вычислении ставок налога составляется статистический прогноз будущих налогооблагаемых доходов.[24] Говоря конкретно, будущие налогооблагаемые доходы прогнозируются на основании предположения о том, что налогооблагаемые доходы (PI) соответствуют варианту случайного блуждания. Это означает, что доход, полученный за год t , предположительно равен доходу, полученному за год $t-1$, плюс порожденная случайная величина ϵ_t :

$$PI_t = PI_{t-1} + \epsilon_t \quad (3)$$

Порожденная величина ϵ_t выведена из нормального распределения, среднее значение которого равно среднеарифметическому значению роста доходов компании в прошлом, а стандартное отклонение основано на вариации доходов в прошлом. Итак, рассмотрим компанию, доходы которой в этом году составили 14 млн. долл. Среднегодовой рост доходов этой компании на протяжении последних 15 лет составил 1 млн. долл., а стандартное отклонение — 500 тыс. долл. в год. При прогнозировании доходов за год $t+1$ на основе модели случайного блуждания доход компании будет равен 14 млн. долл. плюс порожденная величина, выведенная из нормального распределения со средним значением 1 млн. долл. и стандартным отклонением, равным 500 тыс. долл. Предположим, что первая порожденная величина, извлеченная методом случайной выборки, равна 800 тыс. долл. В этом случае величина прогнозируемого дохода за год $t+1$ составит 14,8 млн. долл. Далее, исходя из модели случайного блуждания, доход компании за год $t+2$

будет равен 14,8 млн. долл. плюс новая порожденная величина. Если эта вторая порожденная величина, извлеченная методом случайной выборки равна 300 тыс. долл., то на основе модели случайного блуждания доход компании за год $t + 2$ составит 15,1 млн. долл.

Та же самая итеративная процедура прогнозирования доходов на каждый последующий год повторяется столько раз, сколько необходимо для того, чтобы охватить весь период переноса убытков на будущее. В настоящее время для того, чтобы охватить весь период, на который могут быть перенесены чистые операционные убытки, требуется прогноз доходов на 20 лет вперед. (Например, компания, которая в текущем периоде понесла убытки в размере 19 млн. долл., но рассчитывает в течение следующих 19 лет получать доходы, в среднем равные 1 млн. долл. в год, заплатит налог на доллар дополнительного дохода, полученного в текущем периоде, лишь через 20 лет). При двадцатилетнем горизонте прогнозирования доходов, текущую стоимость налоговых обязательств компании (за период, начинающийся годом $t - 2$, и заканчивающийся годом $t + 20$, т.е. за период, охватывающий весь срок переноса убытков на прошлые и будущие периоды) можно определить на базе прошлых доходов компании за период, начинающийся годом $t - 2$ и заканчивающийся годом t , и прогноза доходов, которые компания получит за период, начинающийся годом $t + 1$ и заканчивающийся годом $t + 20$. Затем производится перерасчет текущей стоимости налоговых обязательств компании на основании тех же данных за период, начинающийся годом $t - 2$ и заканчивающийся годом $t + 20$, с той лишь разницей, что к величине дохода за год t прибавляется 1 доллар. Текущая стоимость налоговых обязательств, возникающих вследствие получения этого дополнительного доллара, и является маргинальной ставкой налогообложения компании по результатам года t .

Для компаний, имеющих высокие прибыли, маргинальная ставка налога может составлять предусмотренную законодательством максимальную ставку федерального налога, равную 35%. В то же время, на текущую стоимость налоговых обязательств могут несколько неожиданным образом повлиять неопределенность доходов, прогрессивная структура установленных законодательством налоговых ставок, перенос чистых убытков от основной деятельности на прошлые и будущие периоды, налоговые кредиты, амортизационные отчисления, выплаты процентов по кредитам и альтернативный минимальный налог. Использованный нами компьютерный алгоритм учитывает все эти положения налогового кодекса в единой смоделированной маргинальной ставке налога.

Для того, чтобы инкорпорировать возможные «хорошие» и «плохие» сценарии, мы отбросили первый прогноз на двадцатилетний период и построили новый прогноз налогооблагаемых доходов на этот же период. Это позволило нам вычислить вторую смоделированную ставку налога для рассматриваемой компании. Всего для определения 50 смоделированных ста-

вок налога для этой компании были использованы 50 различных прогнозов на двадцатилетний срок. Затем мы усреднили эти 50 смоделированных налоговых ставок и получили оценку предполагаемой маргинальной ставки налога, применимой к данной компании по итогам года t . Весь этот процесс повторен в отношении каждой компании, по которой можно получить достаточно данных. Важно отметить, что, смоделировав 50 различных прогнозов, мы по сути дела спрогнозировали полное распределение будущих доходов; это в значительной степени отличается от обычной практики дисконтирования будущих денежных потоков, основанной на прогнозе ожидаемой (т.е. средней) величины будущих годовых денежных потоков. (Как было упомянуто, аналитик, применяющий метод моделирования для определения предполагаемой маргинальной ставки налога для рассматриваемой компании, может вычислить ставку налога в соответствии с каждым из сценариев и затем на основе степени вероятности их реализации вывести средневзвешенное значение этих ставок).

На Диагр. 39.3 представлен пример процедуры прогнозирования, взятый из реальной жизни. На рисунке А приведены результаты первых шести (из 50) смоделированных прогнозов ставки налога для компании IBM с использованием реальных данных о деятельности компании до 1992 г. (т.е. мы выступали в роли аналитиков, выполняющих прогноз будущих доходов IBM в конце 1992 г.). В то время в ситуации повышательной тенденции в изменении величины доходов корпорации значение порожденной величины (т.е. среднее значение величины ?) составляло около 88 млн. в год, а стандартное отклонение равнялось примерно 2 млрд. долл. Разработанные сценарии в целом предсказывали увеличение прибылей в будущем, хотя некоторые из них и демонстрировали эпизодические убытки. В 1992 г. будущее IBM представлялось в общем достаточно радужным, и маргинальная ставка налога на ее доходы (рассчитанная путем усреднения по результатам 50 смоделированных прогнозов) составила примерно 34% — максимальное значение для маргинальных ставок федерального налога, предусмотренное законодательством в то время. Рисунок В отражает ситуацию, сложившуюся в 1993 году, когда реальный доход компании было близко к нулю. Аналитик, которому довелось бы оценивать IBM в конце 1993 года, сказал бы, что составлять прогноз будущего этой компании — все равно что подбрасывать монету, а в целом будущее ее не предвещало ничего хорошего. Эта ситуация отражена в прогнозах доходов IBM на 1994 и последующие годы. Будущие доходы, указанные на рисунке В, в целом близки к нулю, хотя есть как некоторые «хорошие», так и некоторые «плохие» сценарии. 50 моделей 1993 года включали такое количество сценариев, предполагающих убытки, что оно оказалось достаточным для того, чтобы прогнозируемая для IBM ставка налога упала в 1993 г. до 24%. [25] Если бы руководители IBM (или другой специалист, занимающийся анализом состояния этой компании) применили бы метод моделирования на основе внутрифирменных расчетов, они смогли

бы использовать собственные прогнозы будущих прибылей вместо выстраивания прогнозов на базе статистической модели. Это позволило бы модифицировать прогнозы с учетом возможности принятия управленческих решений — например, относительно ускорения или замедления регистрации прибылей или убытков в системе бухгалтерского учета. Впрочем, мы полагаем, что ставки налогов, спрогнозированные в самой компании, не слишком отличались бы от тех, которые представлены здесь.

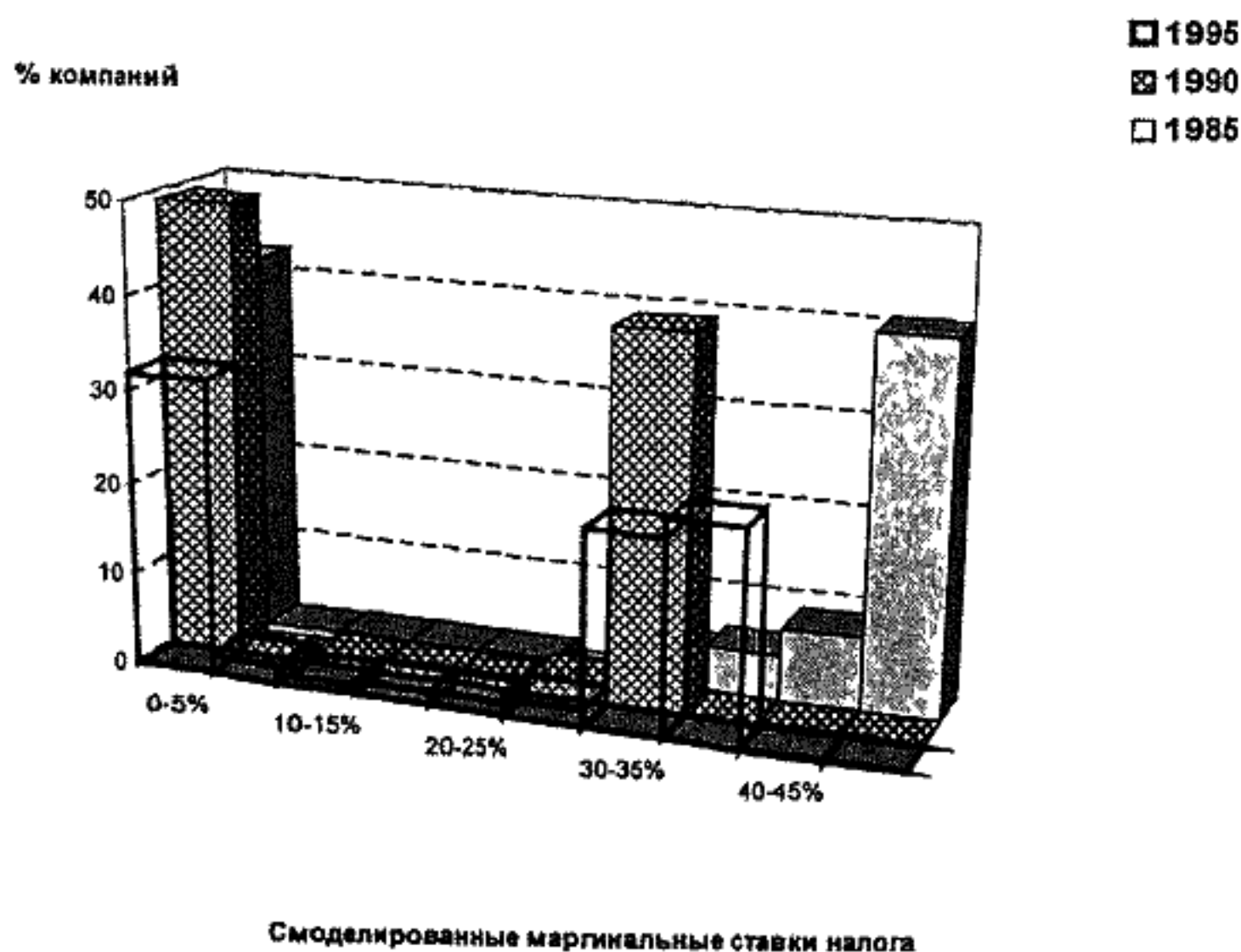
На этом этапе читатель может засомневаться, не слишком ли данный метод «высокотехнологичен» для того, чтобы его можно было считать реалистичным. Данные, приведенные в приложении, служат убедительным доказательством того, что метод моделирования налоговых ставок позволяет очень хорошо прогнозировать «реальные» налоговые ставки — намного лучше, чем другие распространенные методы определения маргинальных ставок налога на доходы корпораций.

На Диагр. 39.4. представлено распределение ставок налога по компаниям. Обратите внимание: приблизительно треть включенных в выборку компаний имели ставки налога в пределах от 5 до 30%. Некоторые разработанные для них сценарии строились на предположении о получении прибыли этими компаниями, другие — на предположении о том, что они понесут убытки. Существует несколько причин вариации налоговых ставок в поперечном разрезе и во времени. Во-первых, гистограмма наглядно демонстрирует последствия снижения установленной законодательством ставки налога на самый высокий уровень доходов — столбцы гистограммы, отражающие высокую ставку налога, в 1990 и 1995 гг. тяготеют к отметке 35% вместо 46%, как было до принятия Закона о налоговой реформе в 1986 г. Во-вторых, за последние годы сократилось количество компаний, ставки налога для которых близки к нулю. Это сокращение отражает воздействие цикла деловой активности, общее повышение уровня корпоративных прибылей и введение системы АТМ. Наконец, около 1% включенных в выборку компаний попадают в пределы «диапазона действия прогрессивной шкалы налогообложения», так что их маргинальные налоговые ставки ниже максимальной ставки налога, установленной законодательством. Что касается остальных компаний, для которых ставки налога составляют от 5% до 30%, то некоторые сценарии предполагают, что они будут получать прибыль, а некоторые — что они будут нести убытки (или прибегнут к переносу на прошлые и будущие периоды, налоговым кредитам и т.д.). Таким образом, предполагаемая ставка налогообложения этих компаний не будет нулевой, но и не будет максимальной ставкой, предусмотренной законодательством.

В Таблице 39.2 обобщены данные, демонстрирующие существенную вариацию прогнозируемых маргинальных ставок налога по отраслям (данные приведены только за 1995 г.; помимо этого, для того, чтобы представить информацию в сжатом виде, в таблице содержатся данные по отраслевым категориям на уровне одного знака кода по Стандартной промышленной клас-

Диаграмма 39.3 С моделированные прогнозы доходов компании IBM. На графике представлены первые шесть (из 50) смоделированных результатов расчета налогооблагаемых доходов этой компании на основе данных до 1992 г. (рисунок А) и до 1993 г. включительно (рисунок В). С моделированные прогнозы, приведенные на рисунке А, в целом предсказывают, что IBM будет по-прежнему получать прибыль. Предполагаемая маргинальная ставка налога IBM в 1992 г составила 34% (максимальная ставка налога, предусмотренная законодательством то время). В 1993 г. предполагаемая ставка налога составила 24% (рисунок В), что отражало возросшую вероятность новых убытков IBM в будущем.

Диаграмма 39.4 Гистограмма смоделированных маргинальных ставок налога. На гистограмме представлены предполагаемые маргинальные ставки федерального налога компаний в 1985, 1990 и 1995 гг. Ставки налога рассчитаны для нескольких тысяч компаний с помощью описанного в тексте метода моделирования с учетом неопределенности налогооблагаемых доходов, переноса чистых операционных убытков на прошлые и будущие периоды, налоговых кредитов, альтернативного минимального налога, ставок шкалы прогрессивного налогообложения, установленной законодательством, и «налоговых щитов», дающих возможность вычета процентных платежей и других расходов из налогооблагаемого дохода.



сификации (SIC)). Данные, приведенные в таблице, показывают, что компании, относящиеся к категории «Транспорт, связь и коммунальные услуги» (SIC 4) и к категории «Банковское дело, страхование и недвижимость» (SIC 6), облагаются налогом по самым высоким ставкам, тогда как компании, относящиеся к категории «Добыча полезных ископаемых и строительство» (SIC 1) и «Услуги» (SIC 7), имеют в среднем самые низкие ставки налога.

Заключение

Налоги могут оказывать существенное воздействие на принятие компаниями оптимальных решений, а точная оценка величины льгот, обеспечиваемых за счет налоговых стимулов, осложняется неопределенностью в отношении будущих доходов, а также налоговым законодательством. В этой главе мы представили процедуру, которую можно использовать для надлежащего расчета маргинальной ставки налога компаний. Приведенные нами данные демонстрируют значительную вариацию маргинальных ставок налога на корпоративные доходы среди компаний и отраслей, а также зависимость ставок налога от фаз цикла деловой активности и налоговых режимов. Учитывая важность фактора налогообложения при оценке корпораций, мы утверждаем, что вычисление ставок налога, выполненное точным и надлежащим образом, вполне оправдывает затраченное на эту работу время и усилия.

Таблица 39.2 Смоделированные маргинальные ставки федерального налога в 1995 г. по отраслевым категориям, представленным одним знаком кода по Стандартной промышленной классификации.

	Двадцать пятый перцентиль	Медианное значение	Семьдесят пятый перцентиль	Среднеарифметическое значение	Средневзвешенное значение (по показателям рыночной капитализации)
Сельское и лесное хозяйство	2.7%	32.2%	35.0%	21.8%	21.4%
Добыча полезных ископаемых и строительство	1.2	5.7	29.3	13.5	19.4
Пищевая, текстильная, швейная промышленность и производство химикатов	1.1	27.1	35.0	19.1	28.7
Сырье, металлы и машиностроение	1.4	26.9	35.0	19.6	29.4
Транспорт, связь и коммунальные услуги	8.1	34.0	35.0	24.8	28.1
Производство товаров длительного пользования, розничная торговля	2.1	31.6	35.0	21.0	27.7
Банковское дело, страхование и недвижимость	33.8	34.3	35.0	29.5	33.6
Гостиницы и услуги	1.3	14.8	34.5	17.5	26.8
Юриспруденция и образование	1.1	19.7	34.1	17.7	28.5

ПРИЛОЖЕНИЕ

**Сравнение налоговых ставок,
рассчитанных на базе различных переменных,
с реальной маргинальной ставкой налога[26]**

Для того, чтобы проверить, насколько надежным способом расчета «реальной» маргинальной ставки налога (marginal tax rate — MTR) является моделирование маргинальной ставки налога, и можно ли считать этот способ более совершенным, чем другие широко применяемые методы расчета ставок налога на базе различных переменных, мы провели обширную аналитическую работу. В ходе первого эксперимента реальная MTR была определена как текущая ставка налога, учитывающая важные особенности налогового кодекса (прогрессивный характер налогообложения, перенос чистых операционных убытков на прошлые и будущие периоды, налоговые кредиты, АТМ), но основанная на реальном доходе, который будет получен «в будущем», а не на спрогнозированной величине потока доходов. Например, для того, чтобы рассчитать реальную ставку налога на доходы, полученные в 1985 г., данные за 1985 и более ранние годы рассматриваются как ретроспективные, а реальные данные за 1986 и последующие годы — как прогноз будущих доходов. Этот эксперимент демонстрирует, что коэффициент корреляции реальной MTR и смоделированной ставки налога составляет почти 90%. Второй по величине коэффициент корреляции составляет 69% и наблюдается для трихотомической переменной (которая равна максимальной установленной законодательством ставке, если налогооблагаемый доход компании выражен положительной величиной и компания не использовала перенос чистых операционных убытков на будущие периоды; половине максимальной установленной законодательством ставки, если налогооблагаемый доход представляет собой отрицательную величину или если компания использовала перенос чистых операционных убытков на будущие периоды; и равна 0 во всех остальных случаях). Другие переменные, широко используемые при расчете ставок налога, такие как средняя величина ставки налога (расходы на уплату налогов, деленные на налогооблагаемый доход), имеют коэффициент корреляции 46% и ниже.[27]

В проведенной нами второй серии экспериментов реальная маргинальная ставка налога была определена как предусмотренная законодательством фактическая ставка налога, по которой компания будет платить налог в

Корреляция с реальной маргинальной ставкой налога

Смоделированная ставка налога	Ставка налога, установленная законодательством	Трихотомическая ставка налога	Фиктивная переменная чистых операционных убытков	Средняя ставка налога
88,00%	66,00%	69,00%	57,00%	46,00%

будущем через 2, 3, 5 и 8 лет. Ставка налога, которая обнаруживает высокую степень корреляции с фактическими будущими ставками налога, является хорошим критерием, который можно использовать для определения налогового статуса при принятии решений, имеющих долгосрочные последствия (например, при выпуске облигаций с десятилетним сроком погашения или выкупе контрольного пакета акций с использованием заемных средств). Нами было доказано, что смоделированная MTR для всех временных горизонтов имеет гораздо более высокий коэффициент корреляции с реальной маргинальной ставкой налога, чем любая другая переменная.

Заключительная серия экспериментов демонстрирует, что смоделированная ставка налога превосходит результаты, полученные при использовании альтернативного метода прогнозирования доходов — AR(1), авторегрессионной модели. И в этом случае смоделированная ставка обнаруживает самую высокую степень корреляции с реальной маргинальной ставкой налога, хотя модель AR(1) как инструмент прогнозирования налогооблагаемых доходов действует хуже, чем модель случайного блуждания, описанная выше.

В целом данный анализ позволяет утверждать, что смоделированная маргинальная ставка налога имеет неоспоримые преимущества перед другими способами расчета маргинальной ставки налога на доходы корпораций.

Примечания

1. См. Джон Грэм, «Насколько велики выгоды заимствований? Не должны ли они быть больше?» (John Graham. «How Big Are the Tax Benefits of Debt? Should They Be Bigger?»), 1999 г., рабочий доклад, Университет Дьюка (Duke University). Эти цифры не учитывают встречные издержки, которые возникают при использовании заемных средств, в частности, финансовые трудности, связанные с обслуживанием долга, и вопросы, связанные с уплатой налога на личные доходы.
2. Там же
3. Обсуждение многих из этих вопросов см. в книге: Майрон Шоулз и Марк Вольфсон «Налоги и стратегия бизнеса: подход к решению проблем с помощью планирования» (Myron Scholes and Mark Wolfson. *Taxes and Business Strategy: A Planning Approach*). Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1992 г.
4. Маккай-Мейсон, Джеффри К. и Роджер Х. Гордон «Насколько налоговые соображения препятствуют образованию корпорации?» (MacKie-Mason, Jeffrey K., and Roger H. Gordon. «How Much Do Taxes Discourage Incorporation?») *Journal of Finance* 52, 1997 г., стр. 477-505.
5. Джон Р. Грэм и Клиффорд Смит-мл. «Хеджирование и налоговые

- стимулы» (Graham, John R., and Clifford Smith Jr. «Tax Incentives to Hedge») *Journal of Finance*.
6. Содержание остальной части этой главы в основном заимствовано из статьи Джона Р. Грэма, Джона Р. и Майкла Леммона «Определение корпоративных ставок налога и налоговые стимулы: новый подход» (Graham, John R., and Michael Lemmon. «Measuring Corporate Tax Rates and Tax Incentives: A New Approach»). *Journal of Applied Corporate Finance* 42, весна 1998 г., стр. 54-65.
 7. Далее в этой главе понятия «маргинальная ставка налога» и «ставка налога» используются как взаимозаменяемые. В некоторых случаях мы также можем говорить о «средней ставке налога», т.е. о текущих расходах на уплату налогов, деленных на сумму текущего налогооблагаемого дохода.
 8. Большая часть последующего обсуждения представляет собой новую редакцию текстов, взятых из следующих статей Джона Грэма: «Долг и маргинальная ставка налога» («Debt and the Marginal Tax Rate»). *Journal of Financial Economics* 41, 1996 г., стр. 41-73; «Расчетные данные, используемые для определения маргинальной ставки корпоративного налога» («Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate»). *Journal of Financial Economics* 42, 1996 г., стр. 187-221; «Влияют ли налоги на личные доходы на принятие решений в области корпоративного финансирования?» («Do Personal Taxes affect Corporate Financing Decisions?») 1998 г., рабочий доклад, Университет Дьюка.
 9. Что касается убытков, которые были понесены за предшествующие годы (до 6 августа 1997 г.), то компании могут переносить эти убытки на три года назад или на 15 лет вперед.
 10. Определение маргинальной ставки налога путем постановки вопроса «Какова текущая стоимость налогового последствий при получении доллара дополнительного дохода сегодня?» равносильно постановке вопроса «Какова стоимость последнего доллара вычета?» В случае, если компания, рассматриваемая в данном примере, делает вычет в размере на один доллар меньше, ее убытки в текущем периоде составят не 2 млн. долл., а 1999999 долл. Таким образом, последний доллар вычета увеличивает возмещение налога, уплаченного в текущем периоде, на 35 центов, что предполагает маргинальную ставку налога компании в размере 35%.
 11. Налоговое законодательство позволяет корпорациям не использовать перенос убытков на прошлые периоды (при принятии такого решения оно становится необратимым). Однако это случается только в экстремальных ситуациях, поскольку перенос убытков на прошлые периоды приводит к возмещению ранее выплаченных налогов

- в текущем периоде, тогда как перенос убытков на будущие периоды создает неопределенную возможность использования убытков для компенсации доходов в будущем. Изменение стоимости денег во времени предполагает, что компании отдадут предпочтение возмещению, которое они получают сейчас, а не (неопределенной) возможности получения возмещения в будущем. Поэтому представляется маловероятным, чтобы компании часто отказывались от возможности переноса убытков на прошлые периоды.
12. Как уже говорилось, доходы, полученные за пределами США, не облагаются налогами в США до тех пор, пока они не репатриированы из зарубежного дочернего предприятия или филиала в материнскую компанию. Обычно на налоги, уплаченные за рубежом, предоставляется налоговый кредит для того, чтобы доходы, полученные американскими компаниями за рубежом, не подвергались двойному налогообложению.
13. Обратите внимание, местные налоги при определенных обстоятельствах вычитаются при уплате налогов штата.
14. Налоговые кредиты на доходы, полученные за пределами США, предоставляются в случае уплаты налога с доходов зарубежных подразделений компании в пользу налоговых органов, находящихся в юрисдикции другого государства, и последующей репатриации этих доходов в США в форме дивидендов, выплачиваемых американской материнской компании. Для ограничения последствий, связанных с двойным налогообложением, на налоги, уплаченные за пределами США, компания получает налоговый кредит. Например, представим, что доллар доходов компании за рубежом облагается налогом по ставке 45%. Если в США ставка налога составляет 35%, то компания может использовать 35 центов из общей суммы кредита за уплаченные за рубежом налоги в размере 45 центов для погашения обязательств по уплате налогов в США, а оставшиеся 10 центов, при условии соблюдения определенных правил и процедур, может использовать для погашения налогов, взимаемых в США на другие репатриированные доходы, для погашения которых у нее нет достаточных льгот (что на профессиональном жаргоне называется «дефицитным кредитом»). Если же компания не использует эти 10 центов для зачета налогов в текущем периоде, их можно перенести на два года назад для погашения дефицита кредита по репатрированному доходу или на будущее на срок до 5 лет.

Инвестиционный налоговый кредит (investment tax credit — ИТС) — это льгота, которая может быть использована для погашения взимаемых на территории США налогов. Хотя Закон 1986 г. о налоговой реформе отменил предоставление новых ИТС, на сего-

дняшний день некоторые компании все еще пользуются переносом накопленных сумм ИТС, поскольку для переноса этих налоговых льгот на будущие периоды установлен пятнадцатилетний срок. До 1987 г. размер ИТС составлял примерно 10% от суммы инвестиций, удовлетворяющих установленным законодательством требованиям. Например, если компания инвестировала 1 млн. долл. в капитальное оборудование, она получала инвестиционный налоговый кредит в размере 100 тыс. долл. для погашения налогов, взимаемых на территории США. Оставшаяся у компаний сумма инвестиционных кредитов может быть использована для погашения первых 25 тыс. налоговых платежей и части платежей, превышающих 25 тыс. долл.

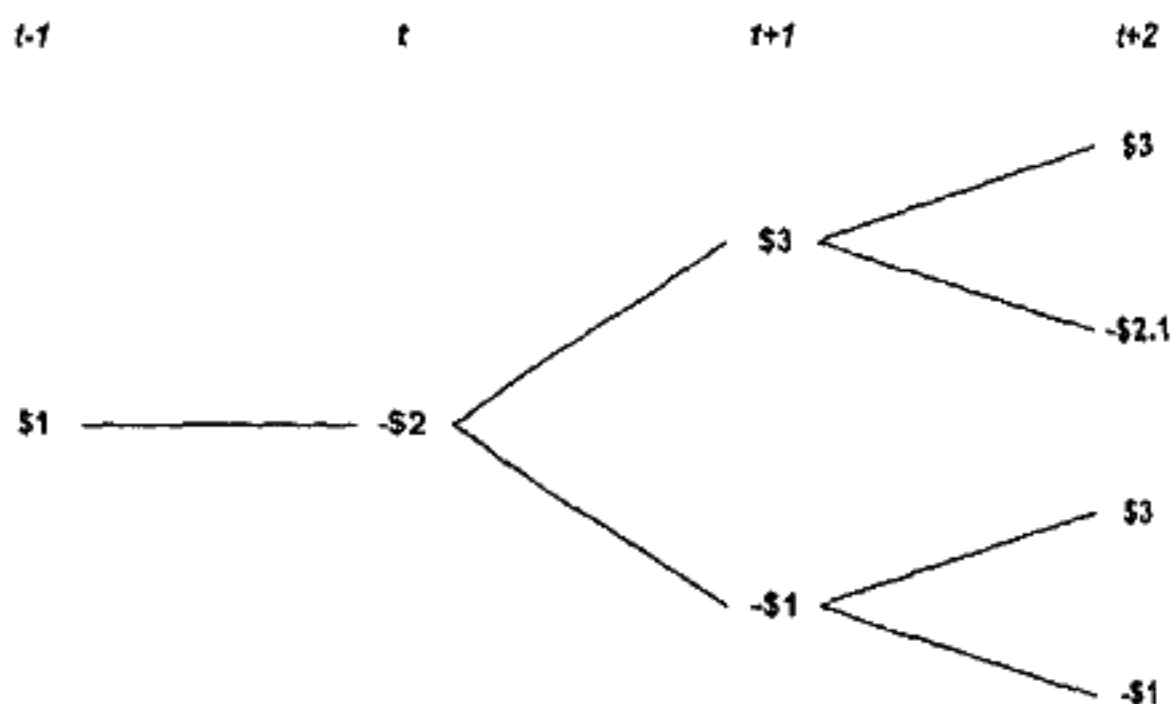
Обсуждение альтернативного минимального налога содержится в тексте главы.

15. RDC примерно равен 20% суммы, на которую текущие расходы на научные исследования и конструкторские разработки превышают «базовую сумму». Эта базовая сумма равна «фиксированному проценту» от суммы валового дохода за последние четыре года. Фиксированный процент — это расходы на научные исследования и разработки за период с 1984 по 1988 г., деленные на сумму выручки от продаж за тот же период (но не более 16%). В отношении вновь созданных компаний применяются особые правила.
16. Время от времени сроки переноса RDC на прошлые и будущие периоды и другие правила, регулирующие использование RDC, изменяются Конгрессом США исключительно по его усмотрению. (Например, для кредитов, накопленных за период до 1998 г., установлен трехлетний предел для переноса на прошлые периоды и пятнадцатилетний предел для переноса на будущие периоды). В действительности получение новых RDC отменено с 30 июня 1998 г. Тем не менее, на момент передачи этой главы в печать, Конгресс намеревается задним числом восстановить RDC еще на один год, т.е. компании смогут использовать RDC как если бы такой отмены произведено не было. Промышленные лоббистские группы предпринимают попытки убедить Конгресс сделать RDC постоянными и тем самым избежать повторения ситуации, сложившейся в период с июня 1995 г. по июнь 1996 г., когда было отменено действие RDC на один год.
17. Если для примера рассмотреть ситуацию только за один период и без учета прочих положений налогового законодательства, то компания, доход которой до вычета процентов и налогов составляет 1 млн. долл. и у которой нет возможности вычета процентных платежей из налогооблагаемого дохода, будет облагаться налогом по ставке в размере 40%. В то же время, если эта компания прибегнет к заимствованиям, процентные выплаты по которым превысят 1

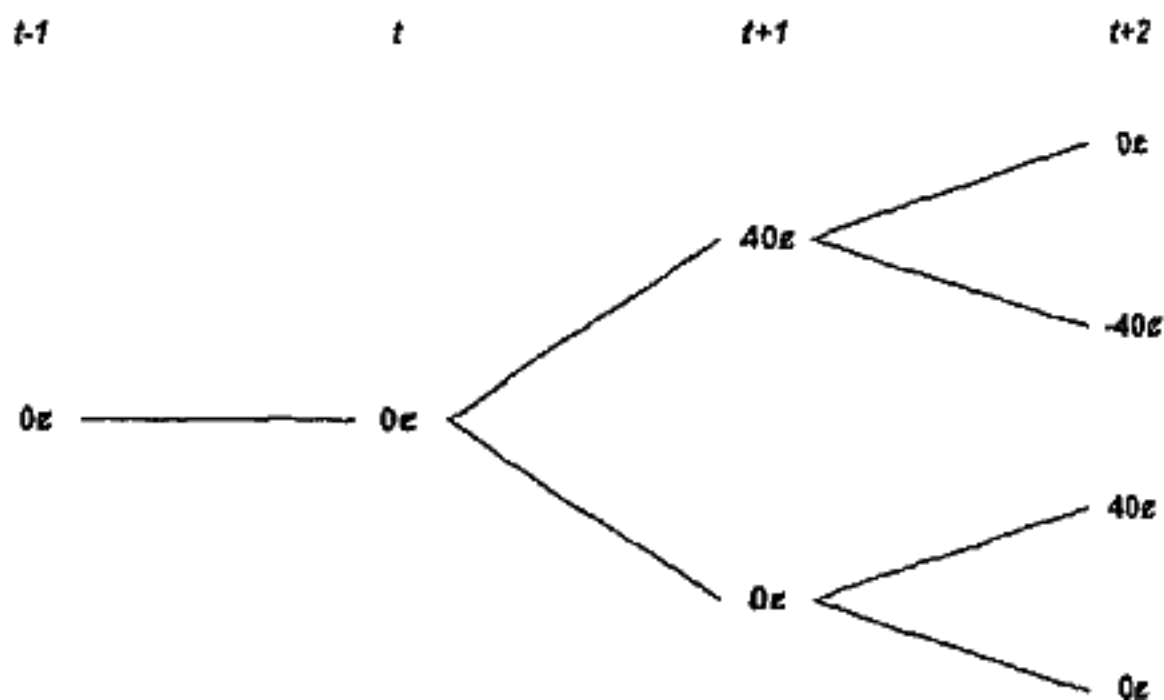
млн. долл., то ставка ее налогообложения упадет до 0. В отдельном исследовании мы документально обосновываем воздействие метода финансирования на ставки налогообложения компаний и демонстрируем, что надлежащая оценка налоговых стимулов, которыми может воспользоваться компания, требует учета этого воздействия. См. Джон Грэм, Майкл Леммон и Джеймс Шолхайм «Долг, аренда, налоги и эндогенный характер налогового статуса корпорации» (John Graham, Michael Lemmon and James Schallheim. «Debt, Leases, Taxes, and the Endogeneity of Corporate Tax Status»). *Journal of Finance* 53, 1998 г., стр. 131 — 162.

18. Говоря конкретнее, для каждого возможного варианта итоговой величины налогооблагаемого дохода определяется разница между текущей стоимостью суммы налогов, которую пришлось бы заплатить компании при убытках за текущий период в размере 1999999 долларов, и текущей стоимостью суммы налогов при реальных убытках текущего периода в размере 2 млн. долл. Разница между суммой соответствующих налоговых обязательств представляет собой сумму налога, подлежащего уплате в случае получения одного доллара дополнительного дохода в текущем периоде.
19. В данном уравнении $1/2$ — вероятность того, что за первый год компания получит доход в 3 млн. долл., $1/4$ — вероятность того, что за этот же год компания понесет убытки в размере 1 млн. долл., а также вероятность того, что за второй год компания либо получит 3 млн. долл. дохода, либо понесет убытки в размере 1 млн. долл.
20. Положения налогового законодательства, регулирующие перенос убытков на будущие или прошлые периоды, в ряде случаев могут быть более сложными, чем это показано здесь. Например, предположим, что в «верхнем» сценарии убытки за период $t + 2$ составили не 2,1 млн. долл., а 1 млн. долл. (как указано на рисунке на следующей странице данных примечаний). Это приведет к компенсации выплаченных ранее налогов в период $t + 2$ в размере 40 центов (эта компенсация указана на нижнем рисунке как — 40 центов). В этом случае предполагаемая маргинальная сумма налога, которую должна будет выплатить компания, составит $1/2 (40 \text{ центов}/1,1) + 1/4 (-40 \text{ центов}/1,1) + 1/4 (40 \text{ центов}/1,1^2) = 18,2 \text{ центов}$, что означает, что ставка налога составляет 18,2%.
21. В упомянутой выше статье Graham, Lemmon, and Schallheim (1998) показано, что вычет процентных выплат снижает маргинальную ставку налогообложения типичной компании приблизительно на 600 базисных пунктов. Выкуп контрольного пакета акций за счет заемных средств снижает реальную ставку налогообложения компании еще значительно.

Возможные варианты реализации сценария для итогового показателя налогооблагаемого дохода (в млн. Долл.)



Налоги, уплачиваемые с доллара дополнительного дохода, полученного в периоде t (в центах — ϵ).



with Asymmetric Tax Treatment of Gains and Losses»). *Journal of the American Taxation Association* 12, стр. 51-67.

23. www.duke.edu/~jggraham или <http://valuation.ibbotson.com>

24. Тим Опплер, Майкл Сейрон и Шеридан Титман использовали свои методы моделирования в своей работе «Разработка структуры капитала с целью увеличения стоимости и доходности капитала для акционеров» (Tim Oppler, Michael Saron, and Sheridan Titman «Designing Capital Structure to Create Shareholder Value»). *Journal of Applied Corporate Finance* 10, весна 1997 г, стр. 21-32.

25. Пример компании IBM можно использовать также для того, чтобы показать воздействие, которое способ финансирования оказывает на ставку налогообложения компании. В 1993 г. в IBM вычеты процентных платежей из налогооблагаемого дохода составили 1,3 млрд. долл. Не будь у IBM долга, все прогнозируемые значения доходов, указанные на рисунке В, сместились бы вверх на 1,3 млрд. долл., расчетная ставка налогообложения для этой корпорации превысила бы 24%.

26. Этот анализ взят из статьи John Graham. «Proxies for the Corporate Marginal Tax Rate». *Journal of Financial Economics* 42, 1996 г., стр. 187 - 221.

27. Компания Value Line, например, использует такое определение средней ставки налога. В своей публикации 1991 г. «Как использовать исследования в области инвестиций компании Value Line» («How to Use the Value Line Investment Survey». New York: Value Line Publishing, Inc., 1991 г., стр. 45) она определяет ставку налога на доходы корпораций как «совокупную сумму налогов, объявленную акционерам и включающую налоги на доходы, которыми облагаются доходы корпораций за рубежом, федеральные налоги и налоги штата (в т.ч. отложенные налоги), деленную на объем дохода до вычета налогов».

Показания экспертов-свидетелей и злоупотребления при их использовании

РИЧАРД М. ВАЙЗ (RICHARD M. WISE)

При необходимости использования услуг эксперта в судебном процессе ведущий дело адвокат обычно находит эксперта путем расспросов, обратившись за рекомендацией к своим коллегам или другим специалистам, или привлекая к работе эксперта, который уже выступал в качестве свидетеля по аналогичному делу. Например, он может найти эксперта, который выступал с лекциями по интересующему предмету или писал по этой теме статьи, или же имеет признанную репутацию специалиста в данной области. Для того, чтобы соответствовать требованиям, которые предъявляют к экспертам адвокаты, участвующие в ведении судебных дел, оценщик бизнеса должен обладать определенным набором качеств или «обязательных характеристик». К их числу относятся:

- Независимость и объективный подход к выполнению задания.
- Наличие профессионального опыта, хорошего образования и профессиональной подготовки.
- Членство в профессиональном сообществе и наличие аккредитации.
- Понимание поставленных задач и знание соответствующих законов.
- Наличие прошлого опыта и знание специальных, финансовых и экономических вопросов, с которыми сопряжена судебная тяжба.
- Наличие академического опыта — например, опыта написания статей, книг, курсов лекций, или чтения лекций.
- Личная позиция оценщика — отстаивал ли когда-либо эксперт противоположную позицию в каком-либо судебном процессе или в своих работах в прошлом.
- Способность выражать свои мысли и мнение простым языком, понятным для неспециалистов, умение убеждать, в то же время придерживаясь объективной позиции.
- Наличие опыта выступлений в суде — выступал ли данный эксперт ранее в качестве свидетеля (и как были оценены его показания су-

дом с точки зрения убедительности, объективности и манеры изложения).

- Располагающая внешность, манеры, поведение.

После подготовки экспертом заключения о стоимости или количественной оценке, если дело не будет урегулировано в досудебном порядке, оно может быть направлено на рассмотрение суда или в арбитраж, а от оценщика может потребоваться выступление в судебном заседании в качестве свидетеля. Для этого ему будет необходимо изложить содержание своего заключения, дать пояснения к нему и отстаивать свою точку зрения перед лицом решающим вопрос факта.

В этой главе приведены примеры некоторых судебных комментариев, в которых суд выражал недоверие в отношении объективности специалистов, дававших свидетельские показания в качестве экспертов.

Категории экспертов

В настоящее время «профессиональная группа» экспертов, чьи услуги используются в ходе судебных разбирательств, подразделяется на несколько категорий. Существуют (1) *эксперты-свидетели* — эксперты, дающие свидетельские показания непосредственно в зале суда (о них и пойдет речь в данной главе), (2) *эксперты-консультанты* (консультанты, которые не выступают на судебных слушаниях) и (3) *эксперты-советники*, которые помогают ведущему дело адвокату советами, касающимися технических вопросов, но не дают свидетельских показаний в судебных заседаниях. В судебных делах, связанных с особенно сложными вопросами или с крупными денежными суммами, адвокат может пожелать, чтобы по одному и тому же вопросу выступили несколько экспертов-свидетелей. Таким образом, в зависимости от конкретных обстоятельств, к делу могут быть привлечены, скажем, два эксперта, дающих свидетельские показания в судебных заседаниях, без использования экспертов других категорий.

Иногда адвокатам желательно иметь, скажем, двух экспертов-свидетелей в дополнение к двум или трем экспертам других категорий (например, оценщикам бизнеса или профессиональным бухгалтерам), которые работают вместе, но в разных качествах. В делах, связанных с оценкой собственности и касающихся крупных денежных сумм, особенно если технические аспекты таких дел очень сложны (и позиции сторон по этим аспектам существенно расходятся), адвокаты склонны использовать двух экспертов-свидетелей. В таких случаях каждый из этих экспертов работает самостоятельно и выносит собственное заключение о стоимости, не будучи осведомленным о выводах, сделанных другим экспертом. Факт их независимости друг от друга будет особенно подчеркнут в суде, когда эти эксперты займут место для дачи свидетельских показаний.

Главное отличие эксперта, дающего показания в суде, от эксперта-консультанта или эксперта-советника состоит в том, что в идеале эксперт-свидетель должен обладать опытом участия в судебных процессах и талантом лектора или публичного оратора. Кроме того, он должен внушать уважение суду, высказывать авторитетные суждения и оперативно реагировать на вопросы, которые при перекрестном опросе свидетелей задает противная сторона. К тому же эксперт-свидетель должен уметь хорошо выражать свои мысли, излагать материал в упрощенном виде, говоря убедительно и вполне понятным языком. В некоторых случаях он нужен только для того, чтобы противостоять показаниям эксперта, привлеченного другой стороной.

Разумеется, в большинстве случаев все три функции выполняет один эксперт, поскольку чаще всего это разумно и правильно с практической точки зрения. Очевидно, что если предметом спора является сумма, которая не оправдывает дополнительных судебных издержек, то обычно к работе привлекают только одного эксперта по данному вопросу. Однако в сложных делах, сопряженных с крупными суммами денег, может оказаться желательным включить нескольких экспертов в состав команды, представляющей интересы данной стороны в судебном разбирательстве.

Эксперт-консультант

Существует множество знающих, поистине блестящих оценщиков, которые не хотят выступать в суде для дачи показаний. Эти люди могут быть застенчивыми, они могут быть интровертами, испытывать неловкость или просто особый непреодолимый страх перед дачей показаний в зале суда — чувство, которое сродни страху перед выходом на сцену. В то же время такой эксперт может сыграть весьма значительную роль в качестве эксперта-консультанта как до суда, так и во время процесса. Такой эксперт может помочь адвокату при расследовании обстоятельств дела и в ходе (а) первичного опроса с целью установления фактов, (б) опроса свидетеля-эксперта судьей и адвокатом своей стороны в ходе судебного заседания и/или (в) перекрестного опроса эксперта, являющегося свидетелем другой стороны.

Эксперт-консультант может помочь ведущему дело адвокату следующим образом:

- Определив круг специальных вопросов, имеющих отношение к предмету спора с финансовой точки зрения или с точки зрения оценки стоимости.
- Разъяснив смысл специальных терминов и значение каждого из них.
- Выявив круг специальных вопросов, выдвинутых противоположной стороной, и предоставив соответствующие разъяснения.
- Определив ключевые вопросы, по которым существуют разногласия и расхождения и предоставив консультации по этим вопросам.

- Идентифицировав сильные и слабые стороны в позиции каждой из сторон.
- Помогая подготовить свидетелей своей стороны к опросу в суде и подготовиться к перекрестному опросу эксперта-свидетеля другой стороны.
- Помогая в выработке стратегии борьбы и/или урегулирования спора и в ведении переговоров.

Во время слушаний (а также при предоставлении документов суду) эксперт-консультант занимает место рядом с участвующим в деле адвокатом или поблизости от него.

Во многих ситуациях, когда при рассмотрении спора в центре внимания находятся финансовые вопросы, в качестве эксперта-консультанта может выступать даже служащий одной из сторон судебного процесса (истца или ответчика). Например, если того потребуют обстоятельства, вице-президент, отвечающий за финансовые вопросы компании, будучи профессиональным бухгалтером, может выступить в роли эксперта-консультанта. В данном случае независимость не является квалифицирующим или дисквалифицирующим эксперта критерием — в отличие от положения эксперта-свидетеля, чья независимость и объективность имеют исключительную важность для суда, который взвешивает его показания, определяя, насколько они заслуживают доверия.

Наконец, следует заметить, что эксперт-консультант, дающий консультации по техническим и финансовым вопросам или вопросам оценки, обычно «защищен» привилегией адвоката/клиента, относящейся к соблюдению конфиденциальности информации. Таким образом, адвокат другой стороны, как правило, не имеет возможности получить рабочие материалы, записки, доклады и др. документы, составленные свидетелем-консультантом. Одно из преимуществ этой привилегии заключается в том, что эксперт-консультант может прорабатывать альтернативные сценарии в отношении количественной/стоимостной оценки, не раскрывая перед адвокатом другой стороны данных, содержащихся в рабочих материалах или проектах отчета об оценке. С другой стороны, эксперт, дающий свидетельские показания в судебном заседании, обычно обязан представить суду свои рабочие материалы, предыдущие проекты отчета, письмо о приглашении в качестве эксперта-свидетеля, заметки, сделанные во время встреч с клиентом, и т.д., поскольку подготовленные им материалы не считаются конфиденциальными. Впрочем, суды различной юрисдикции могут по-разному трактовать понятие таких «привилегий».

Эксперт-советник

Эксперт-советник играет особую роль. Он помогает адвокату разобраться и

технических вопросах. Например, адвокат может не обладать знаниями по анализу финансовых отчетов или по схемам анализа финансовой деятельности. Может случиться так, что потребуются разъяснить некоторые вопросы или технические термины, как, например, следующие:

- Ставка капитализации
- Маржа участия в прибыли компании¹
- Отличие справедливой стоимости от справедливой рыночной стоимости и множество других вопросов, связанных с этими понятиями, например:
 - Значение понятия «справедливая» (стоимость)
 - Допустимость ретроспективной оценки (оценки прошлых событий и показателей)
 - Отличие номинального рынка от открытого рынка
 - Применимость скидок на миноритарные пакеты акций и скидок на неликвидность
 - Соображения особых категорий покупателей
- Отсроченные обязательства по налогам на доходы (в той мере, в которой это понятие связано с интерпретацией финансовых отчетов)
- Скидки, предоставляемые ключевым покупателям или клиентам
- Портфельные скидки

Если в подготовке дела к судебным слушаниям участвует два или три эксперта, занимающихся одним и тем же вопросом — например, оценкой суммы ущерба, доли в бизнесе, потери «гудвилля» и т.д., то отчет, содержащий заключение о стоимости, в обязательном порядке готовится тем экспертом, который будет давать показания в судебном заседании. Именно заключение данного эксперта будет необходимо разъяснять и отстаивать перед лицом, решающим вопрос факта.

Если все три вкратце описанные выше функции не может выполнить один и тот же *специалист*, то при необходимости этих трех экспертов может предоставить одна и та же *профессиональная фирма*. Например, в тех случаях, когда факты и обстоятельства требуют участия в процессе как эксперта, дающего показания в судебном заседании, так и эксперта-консультанта, первый будет выступать в качестве свидетеля, тогда как второй в то же самое время будет консультировать адвоката, находясь в зале суда рядом с ним или поблизости.

Если в процессе участвуют эксперт-консультант и эксперт-свидетель, то при разработке стратегии ведения дела и совместной подготовке к нему вместе с адвокатом оба эксперта должны присутствовать на всех совещаниях. На таких рабочих встречах каждый из экспертов дополняет другого. Кон-

¹ разницы между суммой выручки и суммой переменных расходов — Прим переводчика

сультулирующий эксперт может заметить некоторые аспекты, которые не были замечены экспертом-свидетелем, или открыть новые или дополнительные перспективы при рассмотрении некоторых вопросов.

Существует множество ситуаций, сопряженных с финансовыми потерями, в которых адвокат не нуждается в эксперте-свидетеле; тем не менее в процессах подобного рода адвокату, скорее всего, понадобится эксперт-консультант. Например, эксперт-консультант может сыграть важную роль при подготовке искового заявления с требованием о возмещении убытков или защите ответчика (и/или встречных претензий), несмотря на то, что от него не требуется *устных показаний* в ходе судебного заседания.

В других случаях адвокат может счесть, что поскольку эксперт противной стороны уже признал факт нанесения заявленного ущерба (в время установления предмета спора или в ходе процесса), то привлекать в дело эксперта-свидетеля нет необходимости.

Эксперт-свидетель

В процессе выполнения своей задачи эксперт-свидетель должен сохранять объективное и профессиональное отношение ко всем вопросам, имеющим отношение к возложенной на него миссии. Ни при каких обстоятельствах такой эксперт не должен выступать в роли адвоката (это входит в функции защитника). Эксперт не должен рассматриваться в качестве «наемного свидетеля». Интересно, что суды в своих комментариях все более громко требуют объективности, в то время как судьи, пытаясь определить степень доверия к показаниям экспертов, зачастую придерживаются крайних позиций, принимают на этой основе некое «промежуточное» решение. Однако в настоящее время (в отличие от прежних времен) суды стали чаще отвергать полностью свидетельства одного эксперта в пользу мнения эксперта противной стороны. В некоторых недавних процессах суд отверг свидетельства экспертов с обеих сторон. В деле *Johnston v. United States* [1] («Джонстон против Соединенных Штатов») судья заявил:

«Суд разочарован очевидным фактом того, что так называемые эксперты могут позволить себе столь вольную интерпретацию фактов, стоя на месте для дачи свидетельских показаний. Эти свидетели высказывают такие суждения и делают такие заключения, какие, по мнению Суда, они не осмелились бы высказать в присутствии коллег по ремеслу».

Эксперт, дающий показания в судебном заседании, должен проявлять осмотрительность, дабы не изменить принципу объективности заключения об оценке в угоду интересам своих клиентов. Единственная позиция, которую должен защищать эксперт-свидетель — это его собственная точка зрения, которая изложена в заключении, представленном на рассмотрение суда, а не позиция клиента, заявленная в его требованиях или иске.

На конференции адвокатов во вступлении к своему докладу один выдвигал

ющийся специалист в этой области произнес следующее:

«В правительственных слушаниях, в залах судебных заседаний и в средствах массовой информации по всей стране профессиональные эксперты делают заявления, которые бы ошеломили и шокировали большинство представителей научного сообщества. Эти свидетели, как правило имеющие высокие научные степени, зарабатывают себе на жизнь тем, что дают свидетельские показания в судах в пользу любого, кто может позволить себе оплатить их высокие гонорары. Они часто искажают законы, извращают науку и логику, предлагая заключения, ориентированные на достижение определенных результатов. Их оппоненты, неискушенные в логике и в научном методе рассуждений, испытывают огромные трудности, сталкиваясь с такими профессиональными экспертами...

Некоторые «эксперты» используют «лженауку» для того, чтобы осветить дело так, как это наиболее выгодно... оплачивающему их услуги клиенту. Некоторые «эксперты» делают это просто для саморекламы, в то время как иные из них состоят на службе у различных крупных корпораций и групп собственников. Зачастую «эксперт» противоположной стороны в традиционном «сражении экспертов» играет по тем же правилам, с той лишь разницей, что он отстаивает противоположную точку зрения. Таким образом, ни один «эксперт» не подходит к делу логически, отвергая научные методы, необходимые для того, чтобы найти ответ, в наибольшей мере соответствующий истине...»

Апелляционный суд по делу *In Re Air Crash Disaster at New Orleans, La.* [2] («Крушение самолета в Новом Орлеане»), выразил свое неудовольствие показаниями эксперта следующим образом:

Мы считаем, что основания для «заключения» экономиста о том, что совокупная сумма ущерба для трех детей за счет потери наследства составила 1 778 873 долл, целиком взяты из воздуха и не имеют оснований в реальном мире, в котором жили Тед и Маргарет Эймард».

В решении по делу *H. P. Connor v. The Queen* [3] («Х.П. Коннор против Королевы»), вынесенном отделением Федерального суда Канады, отмечено, что в этом деле выступили три эксперта, давшие показания относительно результатов оценки. Судья, председательствовавший на этом процессе, выступил со следующими комментариями относительно бухгалтеров, привлеченных к делу в качестве экспертов-свидетелей:

«Обе стороны [налогоплательщик и Налоговая служба Канады] заняли крайние, совершенно не имеющие отношения к реальности позиции, которых и придерживались на протяжении всего процесса... Разумеется, были и наемные эксперты, готовые поддержать эти крайние позиции.» (Курсив добавлен автором главы).

Еще в одном решении, вынесенном судом первой инстанции Федерального суда Канады по делу *Attridge v. The Queen* [4] («Эттридж против Ко-

ролевы»), связанному с налогами, судья выступил со следующими пространными комментариями относительно оценщиков, используя при этом весьма жесткую лексику:

«Было выслушано изрядное число экспертов, вызванных для того, чтобы огласить свои теории, которые, в сущности, дали Суду обильную пищу для рассуждений и умозаключений, но весьма скудные доказательства, если не сказать, что никакие доказательства вообще были представлены. Таким образом, когда каждый из адвокатов требовал от Суда принятия решения в пользу своего клиента на основании превосходства представленных доказательств, он, умышленно или бессознательно, по сути требовал вынесения решения на основании превосходства спекулятивных рассуждений...

...Выступления сомнительного свидетеля-«эксперта», привлеченного адвокатами Министра, не придали позиции Министра большей доказательности и не внушили большего доверия к ней... Суд неохотно и с большими сомнениями принял этого человека как свидетеля-эксперта, а принятие Судом представленного этим господином отчета... нельзя рассматривать как безоговорочное одобрение... Результаты его работы весьма неравнозначны по своей доказательности и релевантности по отношению к данному делу...

Что касается второго эксперта-свидетеля, выступавшего со стороны Налоговой службы Канады и являвшегося аккредитованным оценщиком недвижимости, судья заявил:

«[Эта свидетельница] казалась искренней и честной, давая свои показания, но даже такого свидетеля следует считать далеко не беспристрастным в своих профессиональных выводах до тех пор, пока он не признает обусловленную своей работой по найму подсознательную пристрастность и не устранит ее... Несоразмерность сумм, установленных в результате оценки, едва ли заслуживает упоминания. Заслуживает упоминания необъективность, лежащая в основе ее позиции, которая, возможно, обусловлена бессознательным стремлением угодить своему нанимателю. При обнаружении такой необъективности Суду становится трудно полагаться на расчеты, приведенные в отчете, цель которого состоит в определении стоимости по состоянию на дату примерно за 18 лет до того, как данная служащая ответчика занялась по поручению своего работодателя выполнением задания по оценке этой стоимости.

... На основании поведения данной свидетельницы, ее манеры держаться и необъективности Суд пришел к твердому убеждению в том, что она, скорее всего, не сообщила бы суду об этих дополнительных и весьма ценных [активах], если бы ее не спросили о них напрямую. И действительно, вопросы, заданные свидетельнице в ходе перекрестного опроса, предполагали наличие многих резервуаров, но в своих ответах свидетельница упорно говорила лишь о резервуаре в единственном числе...

Это лишает Суд права считать данного оценщика земельной собственностью заслуживающим доверия свидетелем, поскольку она не предоставила данную информацию и вещественные доказательства добровольно и не проинформировала в начале дачи показаний о необходимом пересмотре оценки по состоя-

нию на 31 декабря 1991 г. в сторону повышения, не дожидаясь того, чтобы ее вынудили к этому отчасти в ходе перекрестного опроса и отчасти в ходе повторного опроса, необходимость в котором возникла по результатам перекрестного опроса. Что было бы, если бы адвокат истца вообще не поднял этот вопрос во время перекрестного опроса свидетельницы? Остается сделать в высшей степени неприятный вывод о том, что свидетельница была бы вполне удовлетворена, если бы ей удалось обмануть Суд, оставив копии выданных впоследствии разрешений на строительство спокойно лежать в папке, с которой она вышла на место для дачи показаний, и не представив по доброй воле столь важную информацию, которая, несомненно, изменила бы выводы, содержащиеся в выполненной ею оценке...

Оценщик хладнокровно дает свидетельские показания, делая далеко идущие выводы, не показывая при этом копии разрешений на строительство, находящиеся в папке, принесенной в зал судебного заседания.

[Эта свидетельница] не заслуживает доверия. Прибегнув к такому лицемерному поведению, она в значительной мере обесценила данную ею клятву говорить «всю правду».

Суд был в одинаковой степени суров в отношении свидетельских показаний обоих оценщиков бизнеса, один из которых выступал как свидетель со стороны Налоговой службы Канады, а другой — как свидетель со стороны налогоплательщика. Об этих профессиональных специалистах судья высказался следующим образом:

«Оба оценщика бизнеса проявили предвзятость суждений: один, являющийся соавтором учебника, давал показания исключительно в поддержку своих теорий, содержащихся в его публикациях; другой — служащий ответчика [Налоговой службы], выполнял распоряжения своего работодателя, не обладая достаточной квалификацией ... Их свидетельские показания и представленные доказательства по большей части не имеют ни малейшей ценности, а их заключения и выводы совершенно бесполезны...

Эксперту, выступавшему со стороны налогоплательщика, ... не следовало предлагать свои заключения по делу, которое, как он должен был знать, имеет спекулятивный характер и основано на домыслах. Возможно, свидетели ответчика, будучи его служащими, не имели иного выбора кроме как принять участие в этом деле, но если это действительно так, то степень доверия к их показаниям также снижается.

Приведу несколько основных причин, в силу которых выводы и заключения [эксперта со стороны налогоплательщика] были отвергнуты:

- Как отметил и продемонстрировал адвокат ответчика, методология [этого эксперта] в лучшем случае сомнительна;
- Практически единственным источником [его] информации, называемой фактами, был сам истец;
- [Он] в весьма малой степени принимает во внимание преобладающую экономическую среду, если вообще учитывает ее;
- [Он] ни в коей мере не учитывает нормального риска или риска, пред-

ставляющегося вероятным в данной ситуации — несомненно, потому, что адвокат истца оспаривает то обстоятельство, что для специального покупателя риск имеет столь большое значение; что касается вопроса о том, насколько велико значение риска, то это вопрос тонкий, который всегда остается делом субъективного мнения».

Суд также охарактеризовал действия оценщика, выступавшего в качестве эксперта со стороны налогоплательщика, как проявление «странного, любопытного подхода к оценке ... акций», и выразил мнение, что «истец должен был бы испытывать некоторую неловкость в связи с тем, каким образом его эксперт... определяет стоимость...»

Что касается заключений и мнения эксперта, привлеченного Налоговой службой, то Суд заявил:

«Окончательное суждение [эксперта] об... оценке... акций... отвергнуто. Выдержки из соответствующих письменных доказательств... с еще большей очевидностью свидетельствуют о практической бессмысленности выводов эксперта, чем его устные показания».

Суд также отметил:

«В этом деле эксперты-свидетели занялись ретроспективными спекуляциями. Показания свидетелей, вызванных для установления [фактов], имеющих отношение к стоимости этого специализированного предприятия... суд считает более приемлемыми, чем заключения всех экспертов-свидетелей, ибо для этих заключений характерны полное отсутствие мысли, произвольное замалчивание фактов, отсутствие опыта, неиспользование несовершенных методов и [в случае эксперта со стороны истца] неуместное преклонение перед пронизательностью ... руководства компании, которое в ходе судебного заседания выразило сожаление по поводу неблагоприятного приобретения [данной компании]...»

Судья отчасти выразил свое разочарование общим качеством свидетельских показаний, сказав следующее:

«Представленные Суду показания — это масса неточных воспоминаний, псевдонаучная реконструкция событий, использование псевдонаучного жаргона, неуверенные показания, самовосхваление и самореклама, наконец, явная спекуляция. Обе стороны процесса оказывали давление на тех свидетелей, воспоминания которых были нечеткими по естественным причинам, поскольку не было причины обратиться к ним ранее ...»

В одном из решений, вынесенном несколько лет назад I Налоговым судом США, суд коснулся двух вопросов, вызывающих особый интерес с точки зрения использования показаний экспертов, дающих свидетельские показания:

- Объективность эксперта и степень доверия к нему;

- Вопрос о том, не находится ли специалист-оценщик, дающий показания в качестве эксперта, в ситуации конфликта интересов потому, что он одновременно согласился оказывать услуги по «поддержке в ведении процесса» своему клиенту, являющемуся участником данного процесса.

Вопросом, вынесенным на рассмотрение суда, была стоимость акций, которые скончавшийся налогоплательщик имел в компании закрытого типа, стоившей многие миллионы долларов. В момент, когда владелец этих акций скончался, шли коммерческие переговоры о продаже этой компании. По оценке Налогового управления США, стоимость акций была на 50% выше той, которую указали представители наследника.

Адвокаты налогоплательщика старались опровергнуть мнение оценщика Налогового управления (независимого эксперта-оценщика, нанятого Налоговым управлением), представляя его «наемным свидетелем» и утверждая, что полученное им задание и обусловленное этим заданием участие в подготовке дела клиента к судебному рассмотрению поставило этого оценщика в «крайне трудное, возможно, неэтичное положение скорее адвоката, нежели нейтрального эксперта, как того требуют правила профессионального общества оценщиков, к которому тот принадлежит» (Речь шла об Американском обществе оценщиков). Судья сослался на одно из более ранних решений Налогового суда США — решение по делу *Estate of Halas v. Commissioner* [5] («Владение Халаса против Уполномоченного Налогового управления»). Основанием для возражений, выдвинутых адвокатами налогоплательщика, послужил тот факт, что помощник оценщика, совместно подписавший с ним отчет об оценке, во время процесса сидел за столом адвоката Налогового управления и оказывал «поддержку в ведении процесса». Однако эксперт или его помощник часто сидит рядом с адвокатом во время дачи устных свидетельских показаний для того, чтобы (а) обеспечивать постановку «дополнительных» вопросов, (б) иметь доступ к определенным документам и (в) помогать готовить вопросы при повторном опросе свидетеля своей стороны после перекрестного опроса, и так далее.

В данном деле письмо о приглашении в качестве эксперта подразумевало и оказание поддержки в ведении процесса, так как ожидалось, что компания, проводившая оценку, должна будет не только помочь адвокату разобраться в различных специальных финансовых терминах, но и подготовить опровержение позиции оппонизирующего эксперта, а также помочь в подготовке перекрестного опроса эксперта, привлеченного другой стороной. В этом нет ничего необычного, и зачастую от экспертов ожидают оказания именно услуг такого рода.

Суд считал как отчет об оценке, так и устные свидетельские показания не объективными, а именно «ориентированными на достижение определенного результата». Однако суд не обнаружил конфликта интересов, вызванного

го фактом одновременного предоставления экспертом услуг по «поддержке в ведении процесса». По мнению суда эксперт, составивший заключение о стоимости, «был вправе делать обзор отчета и показаний, представленных экспертом другой стороны, а также задавать вопросы и давать комментарии по поводу этого отчета и показаний», а «Суд может полагаться на критические замечания эксперта в адрес других экспертов, пренебрегая при этом показаниями, которые критикующий эксперт приводит в подтверждение своего собственного отчета... Это как раз то, чем мы здесь занимаемся... [и] при анализе отчетов и показаний, [представленных экспертами другой стороны], мы приняли во внимание критику, [выдвинутую этим экспертом].»

Особого внимания заслуживают жесткие комментарии суда по поводу необъективности и ненадежности показаний эксперта-оценщика. Эти замечания также показывают, насколько судья, недовольный экспертом, может быть суров к этому эксперту (прекрасно понимая, что судебные решения будут опубликованы и получат широкую огласку):

- «Мы убеждены в том, что лучшим подтверждением надлежащей исходной точки для определения стоимости Компании являются [два твердых предложения, сделанных Компании в период, близкий к дате выполнения оценки], а не математические манипуляции результатами ее финансовой деятельности». (Курсив добавлен автором главы).
- «Весовые коэффициенты, присвоенные различным показателям стоимости, по-видимому, взяты из воздуха. Мы не слышали никакого законного обоснования таких коэффициентов, использованных оценщиком». (Курсив добавлен автором главы).
- «Мы убеждены в том, что отчет [оценщика] был ориентирован на достижение определенного результата, и это обстоятельство отразилось в устных показаниях [оценщика]. В итоге его отчет и показания страдают необъективностью, что отмечено нами в решении по делу *Estate of Halas*..., где мы указали на то, что оценщики (точно так же, как и сертифицированные бухгалтеры высшей квалификации), в соответствии с профессиональным Кодексом поведения, в качестве третьей стороны в процессе несут обязательства по отношению к тем, кто полагается на их мнение, и что их решения должны быть независимыми и объективными. Мы находим..., что [оценщик] предложил на рассмотрение Суда не столько свои навыки экономиста, сколько свой послужной список. Важность обеспечения честной судебной процедуры требует, чтобы ведущий процесс судья, пришедший к убеждению в том, что показания эксперта не соответствуют профессиональным стандартам, прямо заявил об этом, как это и было сделано многими судьями, ссылаясь на решение Апелляционного суда по делу *Midstate Fertilizer v. Exchange National Bank of Chicago* «*Midstate Fertilizer* против *Exchange National Bank of Chicago*», 877 F.2d 1333, 1340 (7th Cir. 1989 г.)». (Курсив добавлен автором главы).
- «Конфликт возник тогда, когда [оценщик] отошел от стандарта объективности и сбросил свою мантию ученого, войдя в роль подставного лица, [действующего в интересах своего клиента]...» (Курсив добавлен автором главы).

- «В результате проведенного анализа методологии и надежности показаний [оценщика] мы отвергаем большую часть содержания его отчета и... показаний...»

Эксперт-оценщик, привлеченный другой стороной, также не произвел сильного впечатления на суд, который заявил следующее:

«Процессу судопроизводства также помешал *способ аргументации*, использованный в ... отчете. Отчет изобилует восклицательными знаками и курсивом, которым выделены основные доводы [его клиента]. Напомнив ранее [другой стороне] о важности соблюдения объективности в показаниях экспертов, мы не видим необходимости повторять это наставление для [другой стороны]. Мы просто рассматриваем этот отчет... с определенным сомнением». (Курсив добавлен автором главы).

В одном связанном с оценкой дела, рассматривавшемся в Канаде, судья заслушал показания оценщика недвижимости и оценщика бизнеса. Оба выступали со стороны истицы (супруги в деле о расторжении брака). Судья выступил с весьма жесткой критикой выступления оценщика недвижимости, а затем прокомментировал позицию оценщика бизнеса, к которому он был лишь немногим менее суров:

«Суду представляется очевидным, что эксперт-свидетель преимущественно поддерживал версию своего клиента...

Эксперт поначалу подтвердил, что границей земельного участка является озеро, а затем, после уточнения, признал, что на самом деле не знает, что составляет границу земельного участка.

Суду ничего не остается, как поставить под вопрос серьезность отчета этого эксперта... Его новый план... предусматривает сокращение принадлежащего Ответчику земельного участка более чем на одну треть от того размера, который указан в первоначальном отчете. Идиллической картины, которую он нарисовал Суду накануне [процесса], более не существует. Суду не остается иного выбора, кроме как оставить показания и отчет эксперта без внимания,... поскольку и то, и другое основано, по всей вероятности, на ряде фактов, которые эксперт считал очевидными только на основании утверждений [своего клиента].

На этой стадии свидетельские показания... о стоимости семейного домовладения стали столь запутанными, что их автор утратил всякое доверие суда. Эксперт продемонстрировал отсутствие [точности] на протяжении всего отчета и пренебрег личной проверкой многих важных обстоятельств.

Эксперт не принял во внимание долговые обязательства, лежащие на [компании], и, по-видимому, придавал неоправданную значимость заявлениями Истицы... Суд уже имел возможность объяснить ранее, что никакие заявления Истицы не заслуживают доверия ... Очевидно, что отчет, основанный преимущественно на подобных свидетельствах, не может завоевывать благосклонности Суда. Позиция эксперта-свидетеля не произвела впечатление независимой. Скорее, выступление эксперта-свидетеля походило на

пересказ пожеланий своего клиента. Соответственно, в своем отчете об оценке бизнеса он определил ... ставку сугубо произвольно, вне всякой связи с реальностью. Фактически весь его отчет построен на гипотезах и теориях, не имеющих ничего общего с действительностью. Эксперт объяснил, что следовало бы предпринять, занимаясь [таким бизнесом], тогда как его просили оценить стоимость [активов] конкретного бизнеса на определенную дату.»

Затем судья перешел к критике действий оценщика бизнеса:

«Основное отличие двух экспертов [по оценке бизнеса] фактически состоит в том, что [эксперт со стороны Истицы] включил в выручку предприятия [125 тыс. долл. годовых доходов, не отраженных в бухгалтерских документах]. Доказательства существования такого дохода, не отраженного в бухгалтерских документах, представлены не были, а вместо этого они были по сути дела подменены вопросом о доверии к свидетелям, выступавшим в Суде. Суммы, представленные Истицей в качестве выручки от продажи за наличный расчет, не отраженной в бухгалтерской отчетности, преувеличены настолько, что выходят за пределы любого воображения. [Истица] принимает свои мечты за реальность.

Что касается отчета, [представленного оценщиком бизнеса со стороны Истицы], то Суд не может считать его заслуживающим доверия. Суд также выражает озабоченность тем фактом, что большая часть работы была выполнена [специалистом, являющимся сотрудником оценщика со стороны Истицы], который даже не давал показаний Суду, хотя и присутствовал на протяжении всего процесса.

[Эксперт] не использует данные, содержащиеся в финансовых отчетах, подготовленных бухгалтерами [данной компании], а реконструирует данные на основании [отдельных элементов]... Более того, в отчете придается слишком большое значение информации, полученной от Истицы. Это явилось роковой ошибкой, поскольку Суд не доверяет [Истице].

Данные, содержащиеся в [таблице], подготовленной [экспертом], нереалистичны. В таблицу включены потенциальные доходы, ... возможность получения которых в Суде не доказана и которые представляются несообразными. Когда эксперт при этом делает замечание, что [подобный бизнес] не сопряжен с риском, ему не хватает минимальной объективности, или же он демонстрирует отсутствие знания данной отрасли».

Автор статьи, озаглавленной «Истина, кроющаяся за свидетельствами экспертов»[6], обсуждая проблему экспертов-«наемных свидетелей», предупреждает:

«Избегайте специалистов, утверждающих, что они эксперты по всем вопросам, от подъемных кранов до взрывов бутылок «Кока-Колы». Распространявшаяся «лженаука» приобрела такое распространение, что адвокатам, специализирующимся на защите, при помощи таких организаций, как Институт исследований в области судебной защиты, приходится сражаться с целой армией неквалифицированных экспертов, выступающих со стороны

истцов. Следует активизировать эти усилия для того, чтобы очистить ряды защитников от столь сильно запятнавших свою репутацию экспертов.

Репутации эксперта могут нанести ущерб и так называемые «соглашения о вознаграждении». Апелляционный Суд штата Иллинойс принял решение по одному делу,[7] в котором поводом для апелляции стали экспертные свидетельские показания хирурга, д-ра Гарднера (Dr. Gardner), выступавшим свидетелем со стороны истца. Показания, о которых идет речь, были таковы:

- Вопрос:** «Доктор, сколько Вы запросили за ваши сегодняшние показания?»
- Ответ:** «Полная сумма мне неизвестна».
- Вопрос:** «А сколько Вы запрашиваете за час подготовки к сегодняшней даче показаний?»
- Ответ:** «Я не беру почасового вознаграждения».
- Вопрос:** «Доктор, сколько Вы берете за время, которое Вы тратите на дачу показаний под присягой?»
- Ответ:** «Это — непостоянная сумма».
- Вопрос:** «Сколько Вы запрашиваете за сегодняшние показания под присягой?»
- Ответ:** «Я не помню всю сумму, указанную в счете».

Пытаясь объяснить эти ответы, доктор заявил, что его помощники подготовили счета, не получив от него каких-либо распоряжений.

Суд заявил, что имели место «скоординированные усилия» скрыть информацию, отметив:

«В этом деле защитник неоднократно спрашивал д-ра Гарднера о финансовой стороне его участия в данном процессе. Д-р Гарднер постоянно отказывался отвечать на эти вопросы. Мы считаем, что это ошибка, которая дает основания для отмены решения суда. Более того, объяснение д-ра Гарднера относительно того, что он сам не знает, каково его финансовая заинтересованность, так как его помощники подготовили счета без его указаний, совершенно неубедительно и не соответствует существу дела».

Ситуация осложнилась тем, что адвокат ответчика не смог получить от истца информацию, даже после того, как ведущий процесс судья дал адвокату истца прямые указания подготовить последнего к ответам на такие вопросы. Как заявляет ответчик в своей записке по делу, направленной в апелляционный суд, наиболее вероятной интерпретацией этой ситуации является наличие скоординированных усилий с целью утаить информацию о финансовой заинтересованности д-ра Гарднера в этом деле. Подобные попытки не найдут поддержки в этом Суде. Соответственно, мы отменяем вынесенное судебное решение и возвращаем дело на пересмотр».

В указанной выше статье автор также отметил, что некий эксперт не только выставил счета по ставке 300 долл. в час (что само по себе не является чем-то необычным для эксперта высшей категории), но его «счетчик» был включен «от двери до двери», включая время сна в купе первого класса по дороге от одного суда к другому и время проживания в номерах «люкс».

В то время как приведенные выше комментарии дают представления о негативном отношении судей к некоторым показаниям экспертов-свидетелей, возможно, будет интересно узнать и о том, какое впечатление оказывают некоторые свидетельства экспертов на присяжных. Компания Trial Behavior Consulting Inc. из Сан-Франциско провела исследование, в ходе которого были изучены 150 судебных дел и опрошены 1000 присяжных. В результате было выявлено 10 ошибок, которые чаще всего допускают эксперты-свидетели.

1. Ведение спора или защита мнения своего клиента во время перекрестного опроса.
«Он мне очень не понравился. Он занял непримиримую позицию. Он неприкрыто поддерживал компанию. Он не давал точных ответов на вопросы. Он не хотел отвечать ни на один простой вопрос, заданный адвокатом другой стороны».
«Когда я услышал экспертов компании, я начал склоняться к мнению другой стороны. Показания экспертов заставили меня принять сторону истца».
2. Дача «отрепетированных» показаний.
«Я не слишком верю его показаниям. Он похож на марионетку. Он твердит только то, что ему велели».
3. Дача ошибочных или противоречивых показаний.
«Мы обсудили его показания на совещании присяжных и снова запросили письменные показания, данные им под присягой. И обнаружили, что он говорил неправду. Это задело присяжных за живое. Мы выяснили, что он лгал насчет контракта. Я ему не верю».
«На основе его показаний создается впечатление, что он меняет свое мнение в зависимости от того, свидетелем какой из сторон он выступает. Его показания не заслуживают доверия. Выступая свидетелем на нескольких процессах, он давал разные ответы на явно одинаковые вопросы».
4. Слишком сдержанные, безликие выступления во время дачи показаний.
«Не могу вспомнить этого свидетеля. Даже не помню его имя. А он действительно давал показания?»
«Ее показания были такими нудными, что не могу даже вспомнить

что она говорила или почему ее вызывали в качестве свидетельницы».

«Я еще пытался его слушать, пока просто не устал физически».

5. Излишнее использование специальных, технических подробностей.

«Объясняя свои расчеты, он немного перестарался с техническими подробностями. Все выводы были готовы заранее, и мне было трудно следить за ходом его мысли».

«Он умеет говорить доходчиво. Среди присяжных возникла долгая дискуссия по поводу тех двух методов учета, о которых он говорил. Он умеет преподнести материал. Однако различие между этими двумя методами сильно повлияло на решение присяжных относительно присуждения общей суммы».
6. Эксперт выглядит скорее профессиональным свидетелем, нежели профессионалом в своей области.

«Я не верю его показаниям. Он только тем и занимается, что ходит по судам и дает в них свидетельские показания. Он даже не задавал вопросы истцу. Как он мог узнать о состоянии их здоровья?»
7. Неподготовленность к даче показаний.

«Могу сказать, что он был не готов к судебным слушаниям. Чем больше он нервничал, тем менее внятными становились его показания».

«Он все время копался в бумагах и перелистывал свой блокнот. Он не был готов к судебному разбирательству и выглядел достаточно нелепо на месте для дачи свидетельских показаний. На меня он не произвел впечатления».
8. Свидетель ведет себя как человек, нанятый для дачи определенных показаний.

«Он выглядел как «наемный свидетель»: «Я известный специалист, посмотрите на мое резюме».

«Он действовал как высокооплачиваемый знаток любых законов, занимающий место свидетеля только для того, чтобы разрушить позиции другой стороны. Ко мне он отнесся не слишком благосклонно. Его поведение побудило меня принять сторону ответчика. Его поведение заставило меня не поверить его ответам».

«Могу понять, почему они использовали этого эксперта-свидетеля снова и снова. Он не производит впечатление платного свидетеля, а выглядит заинтересованным в деле консультантом».
9. Превращение вопроса о размере свидетельских гонораров в тему, вызывающее негативное отношение.

«Я сделал кое-какие расчеты. Получается, что этот парень получает по 20 долл. в минуту. Он таких денег не стоит. Его показания были такими слабыми».

«Догадываюсь, что этот бизнес именно так и устроен. Если он запрашивает такие деньги, то все происходящее — это просто игра. Каждый назначает цену за свои услуги, и он тоже».

10. Выход за пределы своей компетенции.

«Я не во всем ему верю. У него нет необходимой квалификации, чтобы делать заявление о том, что вопрос стоимости имущества не имеет отношения к делу. Судья сказал, что нельзя стать авторитетным специалистом, прочитав несколько книжек. Я согласен с судьей».

Заключение

Тяжбы по финансовым вопросам могут привести к конечному результату, который не удовлетворит обе стороны. Сторона, которая по решению суда должна выплачивать возмещение и издержки, может считать, что ее вынудили платить слишком большую сумму, тогда как истцу может показаться, что после столь длительного, дорогостоящего и обременительного процесса было выиграно слишком мало. Судья Глассер (Glasser) из Окружного суда США (Восточный округ Нью-Йорка) в деле *Glover v. The United States* (Гловер против Соединенных Штатов) высказался относительно надежности показаний экспертов следующим образом: «В случаях, когда эксперты-свидетели отбрасывают объективность и проявляют тенденциозность, потерпевший истец может быть в конечном итоге лишен возмещения, которое ему причитается по праву, или же безупречной репутации и финансовому положению ответчика может быть нанесен не поддающийся учету ущерб». Судья Глассер предложил разработать «содержательные, этически обоснованные и профессионально подготовленные стандарты, которыми должны руководствоваться такие свидетели при даче показаний».

Приведенные выше комментарии судов явно суровы и жестки, но это не первый случай, когда суды США или Канады подвергают суровой критике экспертов по оценке бизнеса, в особенности отмечая их использование в качестве «наемных свидетелей». Профессор Джеймс Бонбрайт в своем известном трактате «Оценка имущества» (*Valuation of Property*), опубликованном еще в 1937 г., заметил, исходя из опыта различных судебных процессов, что «... только немногие оценщики, заключив контракт с одной из конфликтующих сторон и заняв место для дачи свидетельских показаний, могут оставаться беспристрастными ...».[8]

Эксперт должен быть — и должен выглядеть — объективным, беспристрастным специалистом, который, в дополнение ко всему прочему, пользуется авторитетом. Такой эксперт не должен вступать в ненужные споры, делать односторонние и уклончивые заявления, противоречить сам себе или производить впечатление свидетеля, получающего деньги за дачу определенных показаний.

Примечания

1. 592 F. Supp. 474 (Kan. 1984).
2. 795 F. 2d 1230 (5th Cir. 1986).
3. 78 DTC 6497.
4. 91 DTC 5161.
5. 94 T.C. 570 (1990 г.), пересматривающий T.C. Мемо. 1989-536.
6. Risk Management (Нью-Йорк: ноябрь 1991 г.)
7. Washington v. Yen, 576 N.E. 2d 61 (111.App. 1 Dist. 1991).
8. Джеймс Бонбрайт «Оценка имущества» (James C. Bonbright. The Valuation of Property) (в 2-х томах). Нью-Йорк: McGraw-Hill Book Company, Inc., 1937 г., стр. 251.

AICPA См. Американский институт сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации
 AQB См. Совет по присвоению оценщикам квалификационных званий
 ASA См. Аккредитованный старший оценщик
 ASB См. Совет по стандартам оценки

BIZCOMPS (справочник) 15

CBA См. Сертифицированный оценщик бизнеса
 CBI См. Методика оценки, разработанная компанией The Country Business, Inc.
 CICBV См. Канадский институт дипломированных оценщиков бизнеса

DMDM См. Метод прямых рыночных данных

EBITDA См. Доходы до вычета процентов, уплаты налогов и начисления износа и амортизации
 EBT См. Доходы до уплаты налогов

EDGAR См. Система сбора, анализа и поиска электронных данных

EHOs См. Новые организации здравоохранения
 ERISA См. Закон о безопасности пенсионных доходов трудящихся 1974 г.

ESOP См. Планы по включению сотрудников в число акционеров компании

FAME См. Финансовое управление штата Мэн

FIFO См. «Первым получен — первым выдан»

FLD См. Товарищества с ограниченной ответственностью семейного типа

IBA См. Институт оценщиков бизнеса

IBBA См. Международная ассоциация посредников по купле и продаже бизнеса

IPAs См. Ассоциации независимых медицинских практик

LIFO См. «Последним получен — первым выдан»

LLC См. Компании с ограниченной ответственностью

NACVA См. Национальная ассоциация сертифицированных аналитиков в области оценки

NAICS См. Система промышленной классификации Северной Америки

NAPL См. Национальная ассоциация печатников и литографов

PCPs См. Врачи-терапевты системы первичной медицинской помощи

PRMCS См. Публичные инвестиционные компании, занимающиеся управлением медицинскими практиками

PPOs См. Организации привилегированных провайдеров

ROI См. Доходность инвестиций

- SBA. См. *Администрация малого бизнеса*
- SDC. См. *Дискреционный денежный поток продавца*
- SDP. См. *Цена — «предел ментаний продавца»*
- SIC. См. *Код Стандартной промышленной классификации*
- TRA86. См. *Закон о налоговой реформе 1986 г.*
- T-распределение 152-153
- URL. См. *Универсальные локаторы ресурсов*
- USPAR. См. *Единые стандарты профессиональной оценочной деятельности*
- Yahoo 100
- Z-распределение 152
- Агенты:
- предоставляемые услуги 36
 - преимущества использования 36, 87-88
- См. также *Оценщики*
- Администрация малого бизнеса (SBA) 73
- Аккредитованный старший оценщик 31
- Активы, нематериальные 126
- Активы, при переработке данных финансовых отчетов:
- дебиторская задолженность 121
 - наличные средства и эквиваленты 121
 - отсутствие практики списания задолженности 121
 - отчисления на покрытие сомнительных долгов 121
 - разовое списание 121
 - списание дебиторской задолженности определенной категории 121
- Активы, условные 131
- Акционерный капитал 130-131
- Аллен, Гэри Л. 10
- Американский институт сертифицированных бухгалтеров высшей квалификации (AICPA) 9
- Американское общество оценщиков (ASA) 8, 283
- Амортизация
- определение 125
 - при переработке данных финансовых отчетов 139
- Анализ прямых затрат 83
- Анализ сделок:
- детальный анализ 58-61
 - и инвестиционные банки 49-63
 - общий анализ 52-58
- См. также *Общий анализ; Детальный анализ*
- Анализ трендов 83
- Анализ, сделки. См. *Анализ сделок*
- Аппана, Питер В. 71
- Арлоки, Тони Л. 363
- Аренда помещений 137-138
- Аренда:
- вопросы, задаваемые покупателями 14-15
 - при переработке данных финансовых отчетов 136-138
- Ассоциации независимых медицинских практик (IPAs) 409
- Базы данных. См. *Источники данных, информации об отрасли, сопоставимых компаниях и сделках*
- Балансовые отчеты 76
- Банки и ссудодатели, предоставляющие кредиты на приобретение бизнеса 71-85
- Банки:
- и анализ сделки 49-63
 - и вопросы оценки 71-85
- См. также *Инвестиционные банки; Ссудодатели*
- Безнадежная задолженность 141
- Беккен, Джон Э. 308
- Бербанк, Теодор П. 536
- Бета-анализ 162-164
- Бизнес, малый. См. *Малый бизнес*
- Билмер, Аллен Д. 175
- Бишоп, Дэвид М. 117
- Бонбрайт, Джеймс К. 692
- Брафф, Декстер У. 494
- Бухгалтерские фирмы:
- категории/характеристики 432-433
 - обзор отрасли 431
 - оценка 431-441
 - подготовка к продаже 433
 - поиск фирм, предлагаемых на продажу 434-435
 - типичные условия продажи 439
 - элементы стоимости 435-436
- См. также *Оценка бухгалтерских фирм*
- Вайля, Пунам 363

- Вайз, Ричард М. 674
- Вексель к оплате 128
- Винсо, Джозеф Д. 147
- Владелец 284
- Вопросы оценки:
- вопросы, задаваемые покупателями. 14-15
 - договора купли-продажи. 69-70
 - имущественное планирование 68-69
 - принудительное отчуждение 67-68
 - развод 68
 - с правовой точки зрения 64-70
 - с точки зрения покупателя 20-23
 - с точки зрения посредника 34-48
 - с точки зрения продавца 10-19
 - свидетели-эксперты 65-66
 - судебные разбирательства 64-65
- Врачи-терапевты системы первичной медицинской помощи (PCPs) 411
- Выборка 148
- Выборка, случайная 148
- Выборка, стратифицированная случайная 149
- Гарантийное обслуживание 129-130
- Генеральная совокупность. 148
- Гилберт, Грегори А. 319
- Гостиницы. *См. Мотели*
- Готовая продукция 123
- Гриффиث, Дж. Клиффорд 185
- Грэм, Джон Р. 642
- Гудвилл 22
- Дани, Уильям Х. 64
- Дебиторская задолженность:
- определение 121
 - ссудные коэффициенты, используемые при оценке кредитов на приобретение бизнеса 81
- Десмоуд, Гленн 28, 186
- Детальный анализ:
- общие сведения 58-62
 - цели 51
- Джеймс, Роберт 407
- Джонс, Джеффри Д. 27, 185, 280
- Джонсон, Лайза Доубл 99
- Диаграммы рассеивания 218
- Дискреционные доходы:
- определение 44, 283-284
- См. также Метод мультипликатора доходов*
- Дискреционный денежный поток продавца (SDC) 16, 187
- Дисперсия 206
- Договора купли-продажи. 69-70
- Договора франшизы 15
- Должная заботливость. 49-51
- «Домашний бизнес» 547-560
- обзор отрасли 547-552
- См. также Оценка «домашнего бизнеса»*
- Доходность инвестиций (ROI). 14
- Доходный подход. *См. Подход на основе доходов*
- Доходы:
- доходы до уплаты налогов против доходов после уплаты налогов при оценке бизнеса 117, 309
 - средневзвешенные, при оценке бизнеса 310-312
- Доходы до вычета процентов, уплаты налогов и начисления износа и амортизации (EBITDA). 25
- Доходы до уплаты налогов (EBT) 16-17
- Дрейпер, Норман. 164
- Единые стандарты профессиональной оценочной деятельности (USPAP) 8, 595
- Журнал «Business Valuation Update» (Пратт)... 29
- Задолженность, безнадежная 141-142
- Закон о безопасности пенсионных доходов трудящихся 1974 г. (ERISA). 585
- Закон о налоговой реформе 1986 г. (TRA86)... 585
- Закрытые компании:
- в сопоставлении с открытыми компаниями 118
 - статистические методы, используемые в оценке 147-174
- Замещение, принцип 203-204
- Заработная плата владельца 134
- Заработная плата, задолженность 140
- Заработок владельца: 134-135
- определение 284
 - при переработке данных финансовых отчетов. 134-135
- Затратный подход. *См. Подход на основе активов*
- Затраты на выплату процентов 139-140
- Игроки на «марже» 73
- Издательские компании 490-493

Издержки, неучтенные:

- безнадежная задолженность 141-142
- задолженность по заработной плате 140-141
- неизбежные изменения 142-143
- страхование 142

Изменчивость, меры

- 1-распределение 152-153
- 2-распределение 152-153
- стандартное отклонение 152

Имущественное планирование:

- и вопросы оценки 68-69
- оценка компаний с ограниченной ответственностью 603, 623-633
- оценка товариществ с ограниченной ответственностью семейного типа 603-623

Имущество, недвижимое 125-126

Инвестиционные банки:

- анализ сделок 49-63
- отношения с покупателями 49-51
- отношения с продавцами 49-51

См. также Ссудодатели

Институт оценщиков бизнеса (IBA) 8

Инструменты оценки:

- BIZCOMPS (справочник) 16
- EDGAR (Система сбора, анализа и поиска электронных данных) 244
- «Prait's Stats» (справочник) 16
- контрольный список документов 41-43
- статистический анализ 147-174
- эмпирические правила 28-29, 44, 184-200, 405

Интеллектуальная собственность 634-641

- определение 634-635
- оценка 635-641

Интернет 100

Информация о сделках 28

Информация. *См. Источники данных, информации об отрасли, сопоставимых компаниях и сделках*

Источники данных, информации об отрасли, сопоставимых компаниях и сделках 99-113

- данные о доходах компаний 102-103, 109
- данные о сделках 107-108
- данные об открытых акционерных компаниях 102, 105-112, 241-242, 244-245
- инструменты для поиска информации в Интернете 100-102
- код системы Стандартной промышленной классификации 106-107

- коэффициенты бета 109-110
- отраслевые данные 103, 111-112
- поставщики информации 112-113
- сделки с сопоставимыми компаниями 28, 245, 299
- система промышленной классификации Северной Америки (NAICS) 107
- экономические данные 103

Источники получения кредитов 72-74

- банки 72
- лизинговые компании 72
- прощальцы в качестве ссудодателей 72

См. также Ссудодатели

Источники финансирования. *См. источники получения кредитов*

Исходные предположения при выборе базы стоимости 424-425

Канадский институт дипломированных оценщиков бизнеса (CICBV) 9

Капитал, собственный 130

Кассовый метод учета в сопоставлении с Методом начислений 120

Кертисс, Рэнд М. 634

Кимболл, Кертис Р. 603

Код Стандартной промышленной классификации (SIC) 106-107, 241

Компании-дилеры по торговле автомобилями:

- отраслевые тенденции 363-368, 378-381
- оценка 363-381

См. также Оценка компаний-дилеров по торговле автомобилями

Компании, занимающиеся оказанием медицинских услуг на дому 494-512

- новые тенденции 498-499
- обзор отрасли 494-499
- перспективы на будущее 511-512
- факторы, стимулирующие процесс консолидации 495-498

См. также Оценка компаний, занимающихся оказанием медицинских услуг на дому

Компании, занимающиеся торговлей пиломатериалами, и центры продажи материалов для строительства и ремонта жилья 513-535

- источники информации об отрасли 522-523
- отраслевой обзор и тенденции 513-517, 522-523
- отраслевые статистические данные 517
- соображения, которыми руководствуются покупатели 526-527

— соображения, которыми руководствуются продавцы 524-527

— специфические аспекты 521-522

См. также Оценка компаний, занимающихся торговлей пломатериалами, и центров продаж материалов для строительства и ремонта жилья

Компании кабельного телевидения 442-458

— обзор отрасли 442-443

— оценка 442-458

— производственные факторы, влияющие на стоимость 454-456

См. также Радиостанции

Компании по оказанию медицинских услуг. *См. Компании, занимающиеся оказанием медицинских услуг на дому*

Компании-разработчики программного обеспечения

— в сопоставлении с традиционными компаниями 470-474

— оценка 470-489

— структурирование сделки по продаже 484, 49

— формы оплаты 484, 486

См. также Оценка компаний-разработчиков программного обеспечения

Компании, расположенные в сельской местности 561-569

— мечта против реальности 563-568

— факторы месторасположения 562-563

См. также Оценка компаний, расположенных в сельской местности

Компании с ограниченной ответственностью (LLCs) 603, 624-633

— новые факторы, оказывающие влияние 624-625

— оценка для целей имущественного планирования 603, 624-633

— судебные решения, касающиеся компаний с ограниченной ответственностью 628

— условия договора о деятельности компании 625-626

См. также товарищества с ограниченной ответственностью семейного типа

Компании «среднего рынка». *См. Компании средней величины*

Компании средней величины

— в сопоставлении с малым бизнесом 86-88

— оценка 90-91

— покупка 89-90

Контрольные открытые компании 239-267

— выбор 240-244

— выбор промежутка времени для проведения анализа 256-258

— выбор рыночного мультипликатора 258-261

— определение базы доходов 251-256

— распространенные ошибки 265-267

— расчет рыночных коэффициентов 246-256

— сбор данных 244-246

Конфиденциальность 39-40

Корпоративные налоги:

— и оценка корпораций 642-673

— маргинальные ставки налога на доходы корпораций 647-648

— моделирование маргинальных ставок налогов корпораций 654-664

— переменные, используемые при расчете ставки налога, и реальная маргинальная ставка налога 666

— ставка корпоративного налога и стоимость компании 644-647

— факторы, определяющие предполагаемую ставку налога на доходы корпорации 649-654

Котлярчик, Джон Дж. 442

Коэффициент вариации 208

Коэффициент Цена/доходы 248

Коэффициент Цена/балансовая стоимость активов 249

Коэффициент Цена/выручка 248

Коэффициент Цена/денежный поток 248

Кредиторская задолженность 127-128

Критерии выбора специалиста по оценке бизнеса 6-7

Критерии инвестиционного риска:

— бизнес и перспективы роста в отрасли 286-288

— диверсификация продукции, услуг и рынков 289-290

— качество и месторасположение объекта 288

— конкуренция 289

— наличие капитала и/или условия продажи компании 291-292

— привлекательность и конкурентоспособность бизнеса 290-291

— развитость структуры управления 291

— стабильность кадров 288

— тип бизнеса 286-287

Крэмер, Йел. 573

Левенидж 16

Леммон, Майкл Л. 642

Лицензовые компании 72

- Ликвидационная стоимость. 82, 183
 Ликвидационная стоимость при ликвидации в обычном порядке. 182
 Ликвидационная стоимость при продаже в принудительном порядке. 182
 Ликвидационная стоимость, установленного оборудования. 182
 Льготы и привилегии. 284
 Лэйнэм, Аллан Л.Р. 3
 Майлз, Рэймонд К. 210, 396
 Макайвер, Дон Р. 34
 Маккартер, Мэри Б. 238
 Малый бизнес:
 — в сопоставлении с компаниями средней величины. 86-98
 — покупка. 87-88
 Машины и оборудование:
 — в сопоставлении с недвижимостью. 175-176
 — подходы и методы оценки. 175-183
 — соображения, учитываемые при оценке. 176-177
 — стандартные определения. 181-183
 См. также Оценка машин и оборудования
 Мебель, приспособления и оборудование. 14
 Медицинские практики:
 — исходные предположения при выборе базы стоимости. 424
 — рыночная стоимость. 424
 — обоснованная рыночная стоимость. 422
 — отраслевые данные и тенденции. 407-412
 — оценка. 407-430
 — потенциальные покупатели. 412-416
 — потребительская стоимость. 424
 — стоимость приобретения. 422-423
 См. также Оценка медицинских практик
 Международная ассоциация посредников по купле и продаже бизнеса (IBVA). 46, 283
 Межбанковское финансирование. 71, 72-73
 Меновая стоимость. 424
 Мерримэн, Д. Грей. 49
 Меры центральной тенденции:
 — медиана. 151
 — наилучшее предположение центральной тенденции. 151
 — определение. 148
 — среднееарифметическое. 150
 — стандартное отклонение. 152
 Метод дисконтированного денежного потока. *См. Метод дисконтированных будущих доходов*
 Метод дисконтированных будущих доходов. 44, 46, 280, 319-332
 — введение. 319-325
 — и доходный подход. 319, 323
 — ключевые переменные величины. 325
 — оценка будущих доходов. 325-328
 — оценка ставки дисконтирования. 328-332
 — при оценке бухгалтерских фирм. 437
 — при оценке компаний-разработчиков программного обеспечения. 479-480
 — при оценке медицинских практик. 424-426
 — при оценке производственных компаний. 354
 — пример. 324-325
 — формула. 325-326
 Метод избыточной прибыли. 20, 269-279
 — доходность материальных активов. 276-277
 — доходность нематериальных активов. 277-279
 — корректировка балансового отчета. 271-273
 — описание расчетов. 271-279
 — определение. 269
 — осматрительность при использовании. 268-269
 — при оценке медицинских практик. 428-429
 — репрезентативная операционная прибыль. 273-276
 — стоимость материальных активов и обязательств. 270-273
 Метод капитализации извещенных доходов. 354
 Метод капитализации доходов. 43, 280, 308-318
 — доходы как фактор. 309-312
 — и доходный подход. 280
 — и Постановление Налогового управления США. 312
 — преимущества. 308-309
 — при оценке бухгалтерских фирм. 437
 — при оценке ресторанов. 400
 — ставка капитализации как фактор. 312-317
 — формула. 309, 437
 Метод капитализации избыточной прибыли. 355-356
 Метод капитализации суммы выставленных счетов. 437
 Метод мультипликатора денежного потока. *См. Метод мультипликатора объема доходов*
 Метод мультипликатора дискреционных доходов. *См. Метод мультипликатора объема доходов*
 Метод мультипликатора

- объема доходов 27, 43-46, 280-307
- выбор мультипликатора 297-303
 - критерии инвестиционного риска 284-292
 - недостатки 285
 - определение 283-284
 - преимущества 281-283
 - при оценке издательских компаний 490-492
 - при оценке медицинских практик 427
 - формула 282
 - этапы работы оценщика 292-305
- См. также Критерии инвестиционного риска*
- Метод начислений в сопоставлении с Кассовым методом учета 120
- Метод обоснованной рыночной стоимости активов 492
- Метод отношения цены к доходам:
- при оценке компаний-разработчиков программного обеспечения 477
 - при оценке ресторанов 400-401
- Метод оценки на основе внутренних операций 481
- Метод оценки на основе ликвидационной стоимости:
- при оценке компаний, занимающихся торговлей нематериальными, и центров продажи материалов для строительства и ремонта жилья 532-533
 - при оценке компаний-разработчиков программного обеспечения 481
- Метод прямых рыночных данных (DMDM):
- в сопоставлении с Методом сравнения данных по продаже компаний 201
 - и принцип замещения 203-204
 - определение 201
 - преимущества 202
 - при оценке малого бизнеса и компаний средней величины 201-237
 - применение 202-203
 - примеры 222-234
 - процесс 212-234
- Метод свободного денежного потока:
- при оценке компаний-разработчиков программного обеспечения 478
 - формула 478
- Метод сравнения данных по продаже компаний:
- в сопоставлении с методом прямых рыночных данных 201
 - определение 28, 201
- Метод формулы Налогового управления. *См. Метод избыточной прибыли*
- Методика оценки, разработанная компанией The Country Business, Inc. (CBI) 562
- Методы оценки 25-29, 27-29, 43-46
- См. также конкретные методы*
- Милл, Брюс Д. 470
- Миноритарные пакеты акций
- классифици термिनгов, используемых в сфере оценки 583-584
 - и правовая юрисдикция 578-579
 - методы оценки 579-583
 - недостатки 574
 - определение 573
 - оценка в частных компаниях 573-584
 - скидки 579
 - снижение риска, связанного с владением 576-578
- Модели
- маркетинг 461
 - обзор мультимедийного бизнеса 460
 - отраслевые данные и тенденции 459-460
 - оценка 464-467
 - поиск вариантов покупки 463-464
 - профессиональный консалтинг 467-469
 - советы покупателям 462-463
 - советы продавцам 461-463
- См. также Оценка моделей*
- Мультиколлинеарность 173
- Найт, Брайан 561
- Наличные и эквиваленты 121
- Налоги на дарение имущества как причина проведения оценки 21
- Налоги на наследство 21
- Налоги, корпоративные:
- и оценка корпораций 642-673
 - маргинальные ставки налога на доходы корпораций 647-648
 - моделирование маргинальных ставок налогов корпораций 654-664
 - переменные, используемые при расчете ставки налога, и реальная маргинальная ставка налога 666
 - ставка корпоративного налога и стоимость компании 644-647
 - факторы, определяющие предлагаемую ставку налога на доходы корпорации 649-654
- Налоговая декларация в сопоставлении с финансовыми отчетами 23-24
- Национальная ассоциация печатников и литографов (NAPL) 536

Национальная ассоциация сертифицированных аналитиков в области оценки (NACVA)	9	Описатель Чарльз К. мл.	190
Недвижимость	125 126	Организации поддержки здоровья (НМОУ)	109
Недвижимости в сопоставлении со станками и оборудованием	175 176	Организации привилегированных производителей (РРОУ)	109
Незавершенное производство	123	Основные средства	124
Неизбежные изменения	112 113	Открытие (публикация) компании	
Ненатуральный Т	585	— в сопоставлении с закрытыми компаниями	118
Нематериальные активы	126 127	<i>См. также Контрольные открытые компании</i>	
Неучтенные издержки	110 113	Отношение дивидендов к цене (коэффициент)	218 219
Новые организации правоохранения (ЕНОУ)	109	Отношение сумм задолженности к чистой стоимости капитала коэффициент	82
Нормированные доходы	75	Отраслевая информация <i>См. Источники данных информации об отрасли сопоставимых компаниях и идеалах</i>	
Обоснованная (справедливая) рыночная стоимость		Отраслевой метод	137 139
— медицинских практик	422 424	Отчеты об оценке	4
— определение	91	Отчеты о движении денежного потока	113 114
— станков и оборудования определение	181	— в оценке	119 120
Обоснованная рыночная потребительская стоимость	178	— при переработке данных финансовых отчетов	143 141
Обоснованная рыночная стоимость при непрерывном исполнении	178 181	Отчеты о доходах	75
Обоснованная рыночная стоимость с учетом перемещения оборудования	182	Отчеты о доходах за прошлые периоды	75
Обоснованная рыночная стоимость установленного оборудования	182	Отчеты о доходах использованные при переработке данных финансовых отчетов	
Обслуживание долга как критерий оценки компании кредиторами	77	— амортизация	139
Обучение и переходный период	14	— аренда помещений	137 138
Общие анализ		— выручка от реализации	132
— затраты времени	56 58	— заработная плата владельца	131 135
— общие сведения	52 56	— платежи за аренду оборудования/транспортных средств	136 137
— цель	52	— различные выплаты владельцу	135 136
Обязательства не участвовать в конкуренции	14	— себестоимость реализованной продукции	132 134
Обязательства при переработке данных финансовых отчетов		Отчеты финансовые <i>См. Финансовые отчеты переработка данных</i>	
— акционерный капитал	130 131	Оценка	
— векселя к оплате	128	— бухгалтерских фирм	431 441
— гарантийное обслуживание	129 130	— гостиниц и moteлей	459 469
— задолженность акционерам	128	— для целей реализации планов по включению сотрудников в число акционеров компании	585 602
— кредиторская задолженность	127 128	— «домашнего бизнеса»	547 560
— собственный капитал	130	— издательских компаний	490 493
— уменьшение суммы (пример)	128 129	— интеллектуальной собственности	634 641
— условные активы и обязательства	131	— компаний занимающихся торговлей пилотными терминалами и центром продажи материалов для строительства и ремонта жилья	513 535
Обязательства, условие — определение	131		
Оговорка о конечной цене продажи в зависимости от будущей доходности бизнеса	30		
Оплата аренды оборудования	136		
Оплата аренды оборудования/транспортных средств	136 137		

- компании с ограниченной ответственностью 603 624 633
 - компаний занимающихся оказанием медицинских услуг на дому 494 512
 - компаний расположенных в сельской местности 561 569
 - компании дилеров по торговле автомобилями 363 381
 - компании производители программного обеспечения 470 489
 - контрольные списки документов 41
 - кредитными учреждениями 74 83
 - машины и оборудование 175 183
 - медицинских практик 407 430
 - миноритарных пакетов акций частных компаний 573 584
 - наличие порядка в делах перед продажей компании 42
 - полиграфических предприятий 536 546
 - предприятия розничной торговли 335 344
 - производственных компаний 345 362
 - процесс оценки 40 41
 - радиостанций и компаний кабельного телевидения 442 458
 - ресторанов 382 406
 - с точки зрения судопроизводства 71 85
 - статистический анализ 147 174
 - товариществ с ограниченной ответственностью смешанного типа 603 633
 - цели и функциональное назначение 3 5 21, 35 36
 - юридические аспекты 64 70
- Оценка бизнеса *См. Оценка*
- «Оценка бизнеса анализ и оценка компаний закрытого типа» (Пратт) 641
- Оценка бухгалтерских фирм 431 441
- компонентный метод 437
 - метод дисконтированных будущих доходов 437
 - метод капитализации суммы выставленных счетов (доходов) 437
 - метод отраслевых мультипликаторов 437 439
- См. также Бухгалтерские фирмы*
- Оценка гостиниц *См. Оценка motelei*
- Оценка «домашнего бизнеса» 547 560
- трудности при оценке 553 554
 - факторы учитываемые при оценке 554 560
- См. также «Домашний бизнес»*
- Оценка издательских компаний 490 493
- метод мультипликатора объема
- доходов 490 492
 - метод обоснованной рыночной стоимости 492
- «Оценка имущества» (Бонбрайт) 692
- Оценка компаний дилеров по торговле автомобилями
- доходным подход к оценке 371 375
 - подходы к оценке на основе активов 368 371
 - рыночный подход к оценке 376 378
 - формы отчета об оценке 366 368
 - цели 364 366
- См. также Компании-дилеры по торговле автомобилями*
- Оценка компаний занимающихся оказанием медицинских услуг на дому 494 512
- корректировка показателей выручки и доходов до выплаты процентов и налогов (EBIT) 500 504
 - метод дисконтированного денежного потока 499
 - метод оценки на основе сопоставимых сделок 500
 - метод оценки на основе чистой балансовой стоимости 499
 - отраслевые мультипликаторы 506 507
 - оценка компаний, получающих возмещение на базе себестоимости услуг 509 511
 - оценка компаний, получающих оплату в размере не зависящем от себестоимости продукции или услуг 499 508
- См. также Компании, занимающиеся оказанием медицинских услуг на дому*
- Оценка компаний занимающихся торговлей пиломатериалами, и центров продажи материалов для строительства и ремонта жилья 513 535
- доходный подход 530 532
 - метод оценки на основе ликвидационной стоимости 532 533
 - метод сопоставления рыночных данных 530
 - определения, имеющие существенное значение для оценки 517 521
 - отраслевые тенденции влияющие на оценку 515 517
 - подход на основе активов 529 530
 - подходы к оценке обобщенные 533 534
- См. также Компании занимающиеся торговлей пиломатериалами и центры продажи материалов для строительства и ремонта жилья*
- Оценка компаний разработчиков программного обеспечения 470 489
- выбор метода оценки 476, 482 483
 - метод дисконтированного денежного

- потока 479-480
- метод оценки на основе внутренних операций 481
 - метод оценки на основе ликвидационной стоимости 481
 - метод оценки на основе мультипликатора объема продаж (доходов) 476-477
 - метод оценки на основе отношения цены к объему доходов (коэффициента цена/доходы) 477
 - метод оценки на основе стоимости замещения 478-479
 - метод свободного денежного потока 478
 - примеры сопоставимых сделок, совершенных в отрасли в 1991-1998 гг. 485-486
 - рыночный подход 479
 - советы по проведению оценки 487-489
- См. также Компании-разработчики программного обеспечения*
- Оценка компаний, расположенных в сельской местности 561-569
- См. также Компании, расположенные в сельской местности*
- «Оценка малого бизнеса и профессиональной практики» (Пратт) 29, 281, 401
- Оценка машин и оборудования:
- доходный подход 180-181
 - затратный подход 175-176, 179
 - метод сопоставления данных по продаже 177
 - подход на основе сравнения рыночной информации 179-180
- См. также Машины и оборудование*
- Оценка медицинских практик:
- важность 416-422
 - метод дисконтированных будущих доходов 424-426
 - метод избыточной прибыли 428-429
 - метод кредитоспособности 428
 - метод мультипликатора доходов 427
 - подход на основе активов 426
 - подход на основе сопоставления с рынком 426-427
 - подходы и методология 422-429
- См. также Медицинские практики*
- Оценка moteлей: 459-469
- доходный подход 465
 - подход на основе активов (затратный подход) 464
 - рыночный подход на основе анализа продаж сопоставимых объектов 465
- См. также Мотели*
- Оценка полиграфических предприятий: 536-546
- метод оценки стоимости работающего предприятия 536
 - нефинансовые факторы, оказывающие поз-действие на стоимость 537
- См. также Полиграфические предприятия*
- Оценка предприятий розничной торговли:
- оценка материальных активов 337-340
 - оценка нематериальных активов 340-341
- Оценка производственных компаний:
- изучение балансового отчета 345-351
 - метод дисконтированных будущих доходов 354-355
 - метод капитализации извешенных доходов 354
 - метод капитализации избыточной прибыли 355-356
 - метод сравнения рыночных данных 354
 - определение скорректированного дохода 351-352
 - определение ставки капитализации 353
- См. также Производственные компании*
- Оценка ресторанов:
- доходный подход 402-403
 - общие сведения об оценке 392-395
 - подход на основе активов 401-402
 - рыночный подход 397-401
 - факторы оценки 395-403
 - эмпирические правила 405
- Оценка центров продажи материалов для строи-тельства и ремонта жилья. *См. Оценка компаний, занимающихся торговлей пиломатериалами, и центров продажи материалов для строитель-ства и ремонта жилья*
- Оценщики бизнеса. *См. Оценщики*
- Оценщики:
- в каких случаях стоит использовать 31
 - квалификация и критерии выбора 4-6, 31, 176, 177-178
 - машин и оборудования 176, 177-178
 - письма-обязательства 7
 - поиск 6
- Параметры 148
- Паркер, Том 184
- «Первым получен — первым выдан» (FIFO) 123
- Перкинс, Чарльз М. 382
- Планы по включению сотрудников в число акционе-ров компании (ESOP):