

ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА ПО МЕТОДИКЕ УОРРЕНА БАФФЕТА

Иванова Наталья Васильевна,
студентка 5-го курса экономического факультета
Скворцова Наталья Васильевна,
студентка 5-го курса экономического факультета
Горбунова Наталья Александровна,
канд. экон. наук, доцент кафедры экономического анализа и учета
Мордовский государственный университет имени Н. П. Огарва, г. Саранск
n_a_gorbunowa@email.ru

В статье рассматривается методика оценки стоимости бизнеса и эффективности менеджмента на основе показателей дохода владельца и внутренней стоимости имущественного потенциала акционерного общества

Ключевые слова: оценка бизнеса, доход собственника, внутренняя стоимость бизнеса, акционерный капитал, балансовая стоимость имущества

Оценка бизнеса представляет собой процедуру, которую в разных ситуациях часто приходится осуществлять в рыночной экономике. Оценкой бизнеса необходимо заниматься как при продаже предприятия-банкрота, так при определении суммы эмиссии акций нормально функционирующего предприятия, а также при определении цены, по которой любое предприятие может осуществлять выкуп акций или паев собственников.

В наиболее широком смысле предмет оценки бизнеса понимается двояко. В настоящее время в отечественной практике распространен традиционный подход, в соответствии с которым оценка бизнеса компаний отождествляется с оценкой имущества, которое есть на балансе предприятий – юридических лиц. В мировой практике оценка бизнеса называется оценкой «бизнес-линий» и понимается как совокупность права собственности, долгосрочных привилегий и конкурентных преимуществ, специального и универсального имущества, технологий и активов, обеспечивающих ожидаемые с некоторой вероятностью будущие доходы и денежные потоки (stream of cash-flows). «Бизнес-линию» часто называют еще продуктовой линией, а в инвестиционном анализе – инвестиционным проектом, который может находиться на разных стадиях своего жизненного цикла (в начале процесса инвестиций, в середине или в завершение инвестиционного процесса и т.д.) Сегодня для принятия эффективных управленческих решений собственникам и руководству предприятия часто требуется информация о стоимости бизнеса. Повышение стоимости предприятия – один из показателей роста доходов его собственников. В связи с этим периодическое

проведение оценки стоимости бизнеса можно использовать для анализа эффективности управления предприятием.

Необходимо отметить, что предприятие, как предмет оценки имеет смысл лишь тогда, когда рынок объективно оценить его не в состоянии. Такая ситуация может возникать в следующих случаях:

- оцениваемое предприятие является закрытым, то есть не подвергается оценке на фондовом рынке (например, закрытые акционерные общества или общества с ограниченной ответственностью);

- оцениваемое предприятие фирма является формально открытым, однако не находится в листинге фондовых бирж потому, что не отвечает их требованиям (по размеру, открытости финансовой отчетности) и на внебиржевом рынке постоянная котировка акций также не проводится;

- предприятие представляет собой открытое акционерное общество, котируемое на фондовом рынке, но акции данного предприятия недостаточно ликвидны или фондовый рынок в стране недостаточно развит и зависит от краткосрочных внешнеэкономических факторов, что, в настоящее время характерно для российского рынка капиталов [2].

При наличии вышеперечисленных ситуаций оценка бизнеса компаний направлена на достижение следующих целей:

- проверить насколько объективна текущая рыночная оценка той или иной компании с достаточно ликвидными акциями, а также наблюдаемый на рынке тренд изменения котировки ценных бумаг акционерных обществ;

- следить за рыночной стоимостью предприятий с недостаточно ликвидными акциями, по которым иной способ получить информацию об их рыночной стоимости в принципе недоступен;

- подготавливать предложения по цене купли-продажи закрытых компаний с недостаточно ликвидными акциями;

- использовать аудит компаний всех типов для предоставления их владельцам полной информации об истинном финансовом положении и перспективах предприятия.

Результатом оценки компаний общепринятыми или традиционными методами оценки бизнеса всегда является получение такой оценки собственного (уставного) капитала, которая чаще всего не совпадает со стоимостью ее собственного (уставного) капитала, указываемой в бухгалтерском балансе предприятия. В этом заключается один из фундаментальных способов защиты интересов акционеров и потенциальных участников фондового рынка посредством адекватного информирования.

Сведения о стоимости всего предприятия или части его активов играют существенную роль при выборе стратегии развития предприятия: они используются в процессе стратегического планирования, для принятия обоснованных управленческих решений, для обоснования инвестиционных проектов по приобретению и развитию бизнеса. В осуществлении данной процедуры заинтересованы не только собственники предприятия, но и представители органов госу-

дарственной власти, кредитные организации, страховые компании, поставщики, инвесторы и акционеры.

Для определения стоимости бизнеса компании используются общепринятые стандарты оценки бизнеса, представляющие собой совокупность требований данной к процедуре. В мировой практике существует четыре основных стандарта оценки бизнеса:

- обоснованная рыночная стоимость;
- обоснованная стоимость;
- инвестиционная стоимость;
- внутренняя (фундаментальная) стоимость [4].

Основные отличия указанных стандартов сводятся к следующему.

Стандарт обоснованной рыночной стоимости предполагает, что оценка бизнеса или инвестиционного проекта производится на основе информации (об имуществе, о текущей и прогнозной конъюнктуре на рынке сбыта и покупных ресурсов), которая доступна для любого потенциального покупателя и продавца бизнеса, для любого инвестора. Деловые возможности любого потенциального инвестора по финансированию проекта также считаются равными и неограниченными.

Стандарт обоснованной стоимости предполагает оценку бизнеса на основе равнодоступной информации для конкретных покупателей и продавцов бизнеса. Предоставляемая информация должна быть нейтральной, деловые возможности участников бизнеса одинаковыми. Стандарт обоснованной стоимости наиболее применим в практике тогда, когда акционеры меньшинства опротестовывают через суд сделки по скупке от них акций более крупными акционерами тех же предприятий на основании предъявления недостоверной информации об истинных рыночных перспективах предприятия и подлинной рыночной стоимости его имущества. Данная ситуация имеет прямые аналогии и в отечественной практике, когда более крупные акционеры и менеджеры приватизированных предприятий на основе информационной асимметрии скупают мелкие пакеты акций у работников приватизированы предприятий.

Стандарт инвестиционной стоимости предполагает оценку бизнеса или инвестиционного проекта только на основе информированности об имуществе и рыночных перспективах предприятия на рынках сбыта, покупных ресурсов и деловых возможностях (наличие ресурсов для развития бизнеса, деловая фантазия и творческие возможности) его конкретного инвестора. Согласно данному стандарту оценка одного и тоже проекта будет разной для разных потенциальных инвесторов. В соответствии с данным стандартом инвестиционная стоимость предприятия с точки зрения внешнего инвестора-покупателя называется внешней стоимостью предприятия, а с позиции действующих менеджеров – балансовой стоимостью предприятия.

Ключевым индикатором для акционеров предприятия является оценка и планирование его внутренней стоимости. Впервые этот термин ввел Уоррен Баффетт – культовая фигура в области финансов и автор знаменитого эссе об инвестициях. По сути, внутренняя стоимость – это стоимость денежных

средств, которую собственник может извлечь в будущем. Внутренняя стоимость также может отразить реальный экономический потенциал предприятия, что необходимо для разработки стратегии его развития. Стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости требует, чтобы оценка бизнеса или инвестиционного проекта проводилась сторонним независимым оценщиком на основе его собственной информированности и предоставлений о деловых возможностях инвестора. Это означает, что независимый аналитик или оценщик, чтобы выполнить стандарт внутренней (фундаментальной) стоимости должен иметь собственный опыт работы в отрасли рассматриваемого предприятия и собственную независимую информацию о ней.

С точки зрения Уоррена Баффетта важен не столько рост бизнеса или прибыли, сколько способности менеджмента поддерживать основные средства компании в конкурентоспособном состоянии, не уменьшая в долгосрочном периоде приток наличных денежных средств. Например, если предприятие показывает хорошую динамику прибыли, но для поддержания конкурентоспособности объемы инвестиций в основные средства существенно превышают размеры амортизации, – это негативный фактор. То же самое, если предприятие из года в год наращивает дебиторскую задолженность и запасы на складах, снижая их оборачиваемость, то это приведет к необходимости привлекать дополнительные заемные средства и в долгосрочной перспективе отрицательно будет влиять на величину дисконтированного денежного потока [1].

Рассмотрим особенности практического применения методики Уоррена Баффетта на примере достаточно крупного предприятия Республики Мордовия – открытого акционерного общества «Электровыпрямитель».

ОАО «Электровыпрямитель» – крупнейшая российская электротехническая компания с богатым опытом в области разработок и производства силовых полупроводниковых приборов и оборудования для нужд многих отраслей промышленности, энергетики и транспорта.

Основные направления деятельности ОАО «Электровыпрямитель»:

- разработка и производство высокоэффективных полупроводниковых приборов силовой электроники;
- разработка и производство энергосберегающего преобразовательного оборудования.

На ОАО «Электровыпрямитель» разработаны и поддерживаются в рабочем состоянии системы менеджмента качества на разработку, производство и поставку элементов тиристорных, диодных, силовых полупроводниковых приборов, интегрированных силовых модулей, сборок и преобразователей на их основе сертифицированная в ФГУ «Мордовский ЦСМ» в соответствии с требованиями стандарта ГОСТ Р ИСО.

Вся продукция является высококачественной, ОВТ-модули и запираемые тиристоры, разработанные и выпускаемые ОАО «Электровыпрямитель», обладают наибольшими конкурентоспособными технико-экономическими показателями и не имеют аналогов в России.

В 2010 году немецкая компания Pfarr Stanztechnik — производитель припойных материалов, начала совместное сотрудничество с ОАО «Электровыпрямитель» по производству новейших IGBT модулей с использованием припоев компании Pfarr Stanztechnik. Были проведены исследования и испытания с безсвинцовыми и свинцовосодержащими припоями. IGBT модули используются в преобразовательной технике повышенной надёжности (железнодорожный транспорт, городской электротранспорт и другие применения, где требуются IGBT модули с повышенной устойчивостью к воздействию энерго-термо циклам) [3].

Средняя стоимость активов предприятия за 2009-2011 гг., рассчитанная по данным бухгалтерского баланса, составила 1193654 тыс. руб. Это означает, что при продаже акционерного общества по балансовой стоимости цена предприятия могла соответствовать данной величине, характеризующей стоимость его имущества. Как правило, балансовая стоимость не всегда соответствует реальной стоимости предприятия. Рассчитаем стоимость бизнеса акционерного общества, используя методику Уоррена Баффета.

Для того, чтобы определить стоимость бизнеса ОАО «Электровыпрямитель» по методике Уоррена Баффетта, первоначально необходимо проанализировать ключевые показатели предприятия: прибыль, выручку, рентабельность продаж, себестоимость, амортизацию и другие показатели, представленные в таблице 1.

Т а б л и ц а 1

Оценка ключевых показателей ОАО «Электровыпрямитель»

Показатель	2009 год	2010 год	2011 год	Итого	Отклонения, (+,-)		
					2010 к 2009	2011 к 2010	2011 к 2009
Выручка, тыс. руб.	1338101	1361154	1196964	3896219	23053	-164190	- 141137
Прирост выручки, в %	-20,56	1,72	-12,06	-30,90	22,28	-13,78	8,50
Себестоимость Продаж, тыс. руб.	1009368	1056981	974677	3041026	47613	-82304	-34691
Амортизация, тыс. руб.	32092	35709	34388	102189	3617	-1321	2296
Проценты к уплате, тыс. руб.	0	2213	562	2775	2213	-1651	562
Текущий налог на прибыль, тыс. руб.	35278	46650	28409	110337	11372	-18241	-6869
Чистая прибыль, тыс. руб.	126197	167768	83166	377131	41571	-84602	-43031
Рентабельность Продаж, в %	9,43	12,33	6,95	28,71	2,90	-5,38	-2,48

Рассмотрев данные таблицы 1, характеризующие значения ключевых показателей деятельности ОАО «Электровыпрямитель» можно сделать следующие выводы. Выручка предприятия за 3 года составила 3896219 тыс. руб., в 2011 году по сравнению с 2009 годом она сократилась на 141137 тыс. руб. При-

рост выручки за 3 года отрицательный, так как он сократился на 30,90%, в 2011 году на 12,06%, а в 2010 году прирост выручки был равен 1,72%. Следовательно, суммарная величина чистой прибыли за весь период составила 377131 тыс. рублей. Совокупная рентабельность продаж за 3 года составила 28,71%. Самая высокая рентабельность продаж была в 2010 году 12,33%, а наиболее низкая рентабельность в 2011 году – 6,95%. Необходимо заметить, что рентабельность продаж для данного предприятия является низкой.

Далее перейдем к определению дохода владельца. Собственник может использовать этот доход в виде дивидендов, вложить в другое предприятие или реинвестировать (например, погасить кредиторскую задолженность или банковский кредит). Для расчета дохода собственника акций используется формула 1:

$$\begin{aligned} \text{Доход собственника акций} = & \text{Чистая прибыль} + \text{Амортизация} - \text{изменение} \\ & \text{Дебиторской задолженности, Товарных запасов, Основных средств и} \\ & \text{Нематериальных активов} \end{aligned} \quad (1)$$

Данный показатель можно рассчитывать ежегодно, но для оценки эффективности менеджмента и инвестиционной привлекательности компании обычно рассматривается период 3-7 лет. В нашем примере используются данные бухгалтерской отчетности ОАО «Электровыпрямитель» за 2009, 2010 и 2011 годы. Рассчитаем доход собственника или владельца акций по данным бухгалтерской отчетности. Расчет дохода собственника представлен в таблице 2.

На основе расчетов, представленных в таблице 2 можно сделать вывод, что чистая прибыль за три года составила 377131 тыс. руб., амортизация – 102189 тыс. руб., наблюдается уменьшение дебиторской задолженности – 125362 тыс. руб., прирост товарных запасов – 178141 тыс. руб., снижение стоимости основных средств и нематериальных активов – 10593 тыс. рублей. Таким образом, доход собственника ОАО «Электровыпрямитель» за 2009-2011 гг. является положительным и составляет 437134 тыс. руб.

Теперь показатель «доход владельца или собственника» используем для расчета внутренней стоимости бизнеса. На этом этапе нужно трансформировать фактический (рассчитанный по отчетности) показатель дохода владельца в планируемый или прогнозный показатель. Универсальной методики нет, поэтому все строится на экспертной оценке: можно взять среднее арифметическое значение за пять-семь лет; увеличить его на коэффициент ожидаемого среднегодового прироста бизнеса или скорректировать на прогноз по инфляции. При этом необходимо понимать, каковы будут в дальнейшем действия менеджмента. Например, предприятие планирует инвестировать средства в модернизацию оборудования, что приводит к низким показателям дохода собственника в отчетных периодах, но известно о долгосрочном характере этих вложений и есть их обоснование, позволяющее ожидать оптимизации величины затрат и роста выручки. В этом случае можно скорректировать доход владельца на коэффициент будущего прироста.

Расчет дохода собственника акций ОАО «Электровыпрямитель», тыс. руб.

Показатель	На начало 2009 года	На конец 2009 года	На конец 2010 года	На конец 2011 года	На конец периода
Остаток на расчетных счетах и в кассе	35076	11845	53847	49032	49032
Дебиторская задолженность	368977	254656	261094	243615	243615
Товарные запасы	154689	230848	250986	332830	332830
Основные средства и нематериальные активы	283060	255909	252783	272467	272467
Кредиторская задолженность	181339	177370	170105	222690	222690
Кредиты полученные	-	-	-	40000	40000
Изменение дебиторской задолженности, товарных запасов, основных средств и нематериальных активов за период	-	-65313	23450	84049	42186
Доход собственника	-	223602	180027	33505	437134

В нашем случае никаких революционных действий со стороны менеджмента не ожидается. Для дальнейших вычислений возьмем среднее арифметическое значение дохода владельца ОАО «Электровыпрямитель» за три года и будем считать его прогнозным: $437134/3=145711,33$ тыс. рублей. Теперь можно рассчитать внутреннюю стоимость, используя следующую формулу (2):

$$\text{Внутренняя стоимость компании} = \text{Прогноз дохода владельца: средняя ставка на рынке капитала} \quad (2)$$

На практике можно несколько усложнить расчет, используя классический метод дисконтирования денежных потоков, где доход владельца используется как величина этого потока. В качестве средней ставки на рынке капитала можно взять, например, ставку по кредитам, которую использует предприятие в своей деятельности, например, равна 15 % годовых. Тогда внутренняя стоимость ОАО «Электровыпрямитель» будет равна 971408,89 тыс. руб. ($145711,33$ тыс. руб./15%). Таким образом, результаты расчетов показали, что стоимость предприятия, рассчитанная по методике Уоррена Баффетта, ниже балансовой стоимости предприятия на 222245,11 тыс. рублей. Это означает, что стоимость активов предприятия, отражаемой в бухгалтерском балансе является завышенной. Уменьшение стоимости основных средств свидетельствует об увеличении степени их износа и необходимости модернизации, прирост запасов может быть обусловлен снижением спроса на определенные виды продукции по причине их высокой цены; сокращение дебиторской задолженности может носить как положительный, так и отрицательный характер.

В практике гораздо чаще встречается понятие рыночной стоимости, поскольку цели покупки – продажи бизнеса зачастую превалируют над целями долгосрочного владения. Рыночная стоимость может быть как больше, так и меньше внутренней, ведь если первая отражает соотношение спроса и предложения, то вторая говорит об экономическом потенциале компании, ее ценности для владельца. Уоррен Баффетт оперирует и рыночной, и внутренней стоимостью предприятия и немедленно принимает решение о покупке бизнеса «навсегда» (именно так он определяет свой инвестиционный горизонт), если вторая величина существенно превышает первую. Следуя этой логике, можно принимать и обратное решение – вовремя продавать бизнес, который в перспективе будет обременять владельца.

БИБЛИОГРАФИЧЕСКИЕ ССЫЛКИ

1. Булычева Г. В. Практические аспекты применения доходного подхода к оценке российских предприятий: учебное пособие / Г. В. Булычева. – М. : Институт профессиональной оценки, 2010.– 169 с.
2. Маховикова Т. А. Коммерческая оценка инвестиций / Т. А. Маховикова, Т. Г. Касьяненко, В. Е. Есипов, С. К. Мирзажанов. – М. : Кнорус, 2012. – 698 с.
3. Официальный Интернет-сайт ОАО «Электровыпрямитель» [Электронный ресурс] – Режим доступа: [http:// www. elvpr.ru](http://www.elvpr.ru).
4. Симионов, Р. Ю. Оценка бизнеса: опыт, проблемы и направления совершенствования / Р. Ю. Симионов // Экономический анализ. – 2012. – №34.

BUSINESS ESTIMATION OF COST BY THE TECHNIQUE OF WARREN BAFFET

Ivanova Natalia,

the 5th Year Students of Department of Economics

Skvortsova Natalia,

the 5th Year Students of Department of Economics

Gorbunova Natalia,

PhD in Economics, Associate Professor of Chair of Economic Analysis and Accounting

Ogarev Mordovia State University, Saransk

n_a_gorbunowa@mail.ru

In article the technique of estimation of cost of business and efficiency of management on the basis of indicators of the income of the owner and internal cost of property capacity of joint-stock company is considered

Keywords: business assessment, income of the owner, internal business costs, share capital, balance cost of property