УДК 338.51

Определение стоимости бизнеса (на примере страховой компании)

© 2010 г. Блинова Е.С., Костюхин Ю.Ю.*

Оценка стоимости бизнеса, как и любого другого объекта собственности, представляет собой целенаправленный упорядоченный процесс исчисления величины стоимости объекта в денежном выражении с учетом влияющих на нее факторов в конкретный момент времени в условиях конкретного рынка.

Методики определения стоимости компаний могут быть сгруппированы в четыре подхода: доходный, сравнительный, затратный и опционный.

Первый подход – доходный – представляет собой процедуру оценки стоимости, исходящую из принципа непосредственной связи стоимости бизнеса компании с текущей стоимостью его будущих доходов, которые возникнут в результате использования собственности и/или возможной дальнейшей ее продажи. Согласно второму подходу, определяемому как сравнительная оценка, стоимость актива можно вычислять, анализируя ценообразование сходных активов, связывая его с какой-либо переменной (например, с доходами, денежными потоками, балансовой стоимостью или объемом продаж). При применении третьего затратного подхода, компания оценивается с точки зрения издержек на ее создание, и такая оценка основывается на принципе замещения и сбалансированности. Четвертый подход – опционный – предполагает использование модели ценообразования опционов для измерения стоимости активов, имеющих характеристики опциона. Некоторые из таких активов – это финансовые активы, обращающиеся на рынке (такие, как варранты), другие – не являются торгуемыми на рынке и основываются на реальных активах (проекты, патенты, запасы нефти). Последний вид опционов часто называют реальными опционами.

Проведем оценку бизнеса страховой компании.

На приведенной блок-схеме (**рис. 1**) проиллюстрирован процесс проведения оценки бизнеса объектов. Объектом оценки является закрытое акционерное общество «Страховая компания». Цель оценки – определение рыночной стоимости компании.

Основными документами при оценке стоимости явились стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности. Поиск и сбор информации для проведения оценки осуществлялись по разнообразным каналам с привлечением различных источников. Источники информации, использованные при оценке, можно сгруппировать по следующим категориям:

– внешняя информация – информация от информационных агентств; информация о ситуации на рынке, предоставляемая различными субъектами рынка;

– внутренняя информация – информация о положении на оцениваемом предприятии (главным образом финансовая отчетность).

Сбор и анализ исходной информации для проведения оценки бизнеса и активов является важным этапом проведения оценки и должен служить основой для фор-

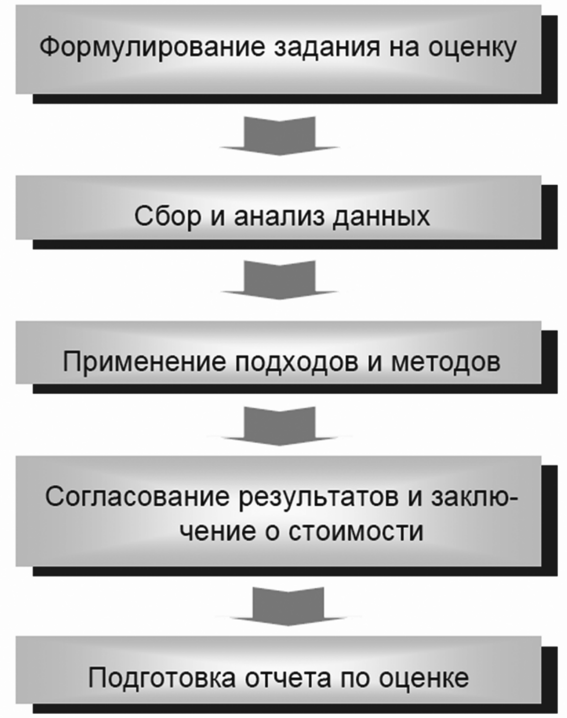


Рис. 1. Основные этапы процесса оценки бизнеса

* Е.С. Блинова – студентка РГТЭУ.
Ю.Ю. Костюхин – к.э.н., профессор, зав. кафедрой «Финансовый менеджмент» РГТЭУ.

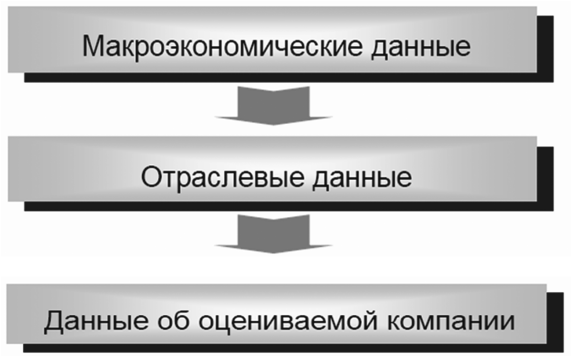


Рис. 2. Информация, являющаяся предметом всестороннего анализа

мирования оценщиков основных допущений для оценки. Информация, которая должна быть предметом всестороннего анализа, схематично изображена на **рис. 2**.

Анализ прогнозов общей экономической ситуации и состояния отрасли является основой для создания обоснованных предположений о перспективах развития оцениваемой компании.

Обзор экономической ситуации

При проведении оценки страховой компании должны учитываться следующие наиболее важные экономические факторы:

– темпы экономического роста;
– уровень инфляции;
– уровень действующих процентных ставок;
– обменный курс;
– структура налогообложения.

Показателем экономической активности является уровень валового внутреннего продукта (ВВП) в масштабах страны.

Инфляция является одним из наиболее активно отслеживаемых показателей экономического развития при проведении оценки, поскольку высокий или непредвиденный уровень инфляции оказывает влияние на значение прогнозируемых финансовых результатов.

При проведении оценки оценщик должен принимать во внимание риски, связанные с обменным курсом в случае, если оценка производится в иностранной валюте (например, в долларах США). На уровень обменного курса оказывают влияние макроэкономические и политические факторы. Изменение обменного курса в какой-то мере отражает изменение розничных цен в стране.

Изменение процентных ставок, как правило, происходит в ходе реализации макроэкономической финансовой и бюджетной политики правительства. В результате происходит стимулирование инвестиционной активности в стране или, наоборот, ограничивается рост общих расходов.

Оценщик должен точно отслеживать все изменения в налоговом законодательстве и применять в процессе оценки соответствующие ставки федеральных и местных налогов.

Анализ состояния страховой отрасли

Современный российский страховой рынок функционирует в крайне непростых условиях. На протяжении ряда последних лет и без того крайне незначительная доля реального страхования в ВВП неуклонно снижалась, что являлось индикатором невостребованности обществом и нежизнеспособности сложившейся в стране модели страховых отношений.

Сегодня трудности развития отечественного страхования многократно возросли в связи с экономическим кризисом. В настоящее время стоит задуматься не столько о развитии, сколько о выживании страхового бизнеса.

Кризис, с одной стороны, усугубляет итак достаточно негативную ситуацию с возможностью получения инвестиционных доходов российскими страховщиками, а с другой, – серьезно подрывает существующий платежеспособный спрос, являющийся главным источником существования страхового бизнеса и страхования в целом. Это воздействие на спрос характеризуется существенным сокращением доступа к кредитным средствам и возникновением проблемы неплатежей вследствие увеличения общей неопределенности в отношении состояния контрагентов.

Доходы страховых компаний от предоставления страховых услуг предпринимательскому сектору экономики долгое время составляли и составляют значительную долю общих поступлений от страховой деятельности, их доля серьезно уменьшалась с 1995 года до 2007 года, когда объем рынка розничного страхования превысил объем рынка корпоративного страхования. Снижение доли корпоративного страхования свидетельствует о более медленном его развитии по сравнению с розничным.

Согласно российскому законодательству, при проведении оценки действующего предприятия (бизнеса) могут использоваться три подхода: доходный, сравнительный и затратный (**рис. 3**). При этом исходно рассматривается каждый из этих подходов. Однако решение о том, какой метод или методы являются оптимальными в каждом конкретном случае, принимается оценщиком исходя из характера и специфики компании, полноты и достоверности данных, используемых для анализа.

В данной работе мы оценим рыночную стоимость компании использованием двух подходов: доходного и затратного. Сравнительный подход не будет применим в данном исследовании, так как отсутствует актуальная информация о компаниях-аналогах.

Доходный подход

Согласно доходному подходу стоимость бизнеса напрямую определяется текущими и ожидаемыми доходами от его деятельности. Благодаря тому, что компания динамично развивается и предполагает нестабильные денежные потоки в реально обозримом будущем, наиболее целесообразным будет применение метода дисконтированных денежных потоков, алгоритм которого приведен на **рис. 4**.



Рис. 3. Подходы и методы оценки



Рис. 4. Алгоритм применения метода дисконтированных денежных потоков

Расчет ставки дисконтирования

Ставка дисконта – коэффициент, используемый для расчета текущей денежной суммы, получаемой или выплачиваемой в будущем. Используемая ставка дисконта должна обязательно соответствовать выбранному виду денежного потока. Так, если выбран бездолговой денежный поток, то оценщик рассчитывает ставку дисконта по модели средневзвешенной стоимости капитала. Если же выбран денежный поток для собственного капитала, то ставка дисконта может быть рассчитана либо кумулятивным способом (build-up), либо по модели оценки капитальных активов (CAPM – Capital Asset Pricing Model).

При расчете стоимости собственного капитала для оценки стоимости бизнеса мы используем модифицированную модель оценки капитальных активов (CAPM), котрую можно представить в виде следующей формулы:

$$R_e = R_f + \beta\,(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + S_3,$$

где R_e – ожидаемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал); R_f – безрисковая ставка доходности; β – коэффициент бета для компании, учитывающий систематический риск; $R_m - R_f$ – рыночная премия за риск акционерного капитала (премия за риск приобретения акции); S_1 – премия за страновый риск (Россия в сравнении с США); S_2 – премия за малую капитализацию; S_3 – премия за специфический риск оцениваемой компании.

Расчет стоимости собственного капитала по указанной формуле начинается с определения безрисковой ставки. К данной величине затем прибавляется премия за риск акционерного капитала, умноженная на коэффициент β, премия за страновой риск, премия, присущая компаниям с небольшой капитализацией, а также премия за специфический риск оцениваемой компании.

В качестве безрисковой ставки рекомендуется использовать доходность по 10-летним казначейским облигациям Правительства США. Данный выбор обосновывается тем, что произведенные расчеты премии за риск акционерного капитала базируются на показателях американского фондового рынка, как наиболее развитого и представительного с точки зрения сравнимых активов.

Выбранный период в 10 лет сопоставим с периодом, в течение которого инвесторы обычно сохраняют свои инвестиции в акциях. Кроме того, доходность 10-летних казначейских облигаций Правительства США используются во многих теоретических исследованиях для расчета премии за риск инвестирования в акционерный капитал.

Доходность 10-летних казначейских облигаций Правительства США UST'10 с датой погашения 15.02.2019 равна 2,97 % по состоянию на 27.02.2009 года.

С помощью коэффициента β учитывается систематический риск в модели CAPM. Систематический риск представляет собой риск, связанный с изменением ситуации на фондовых рынках в целом, в связи с изменением таких макроэкономических и политических факторов, как процентные ставки, инфляция, изменение государственной политики и т.д.

Для расчета коэффициента β оцениваемой компании сначала определили среднеотраслевой коэффициент β для страхования жизни (0,94), после чего выяснили среднеотраслевой коэффициент β без учета финансового рычага (1,58). Используя полу-

Таблица 1

Алгоритм определения степени риска оцениваемой компании

Фактор риска	Степень риска			Результат
	Низкая	Средняя	Высокая	
Зависимость от ключевых сотрудников	1	2	3	3
Корпоративное управление	1	2	3	2
Зависимость от ключевых клиентов	1	2	3	3
А. Итого (сумма):				8
Б. Рассчитанная степень риска (Б = А/3)				2,67

Таблица 2

Оценка премии за специфический риск

Степень риска	Рассчитанное значение	Размер премии за специфический риск
Низкая	= 1, но < 1,5	0 – 1
Средняя	> = 1,75, но < 2,25	2 – 3
Высокая	> = 2,25–3	4 – 5

ченные значения рассчитали коэффициент β непосредственно для оцениваемой компании по следующей формуле:

$$\beta = \beta_{mu}[1 + (1 - t)(D/E)],$$

где β_{mu} – медианное значение коэффициента β без учета финансового рычага; t – предельная налоговая ставка, используемая оцениваемой компанией; D – рыночная стоимость заемного капитала компании; E – рыночная стоимость собственного капитала компании.

$$\beta = 1{,}58\ [1 + (1 - 0{,}24)(0{,}2574/0{,}7426)] =$$

$$= 1{,}58(1 + 0{,}76 \cdot 0{,}3466) = 1{,}58\ (1 + 0{,}2634) = 1{,}99.$$

Таким образом, полученное значение β = 1,99.

Премия за риск акционерного капитала (*equity risk premium*) $R_m - R_f$ отражает расхождение в доходности, представленное превышением доходности корпоративных акций над доходностью по казначейским обязательствам Правительства США. Рыночная премия представляет собой дополнительный доход, который необходимо добавить к безрисковой ставке, чтобы компенсировать инвестору дополнительный риск, связанный с инвестированием в акции компании.

Для российской компании премия за риск акционерного капитала $R_m - R_f$ = 6,88 %.

Премия за страновой риск S_1 отражает дополнительный доход, который потребует инвестор за риск, связанный с вложениями в акции российских компаний по сравнению с компаниями, функционирующими в США. Для количественного измерения странового риска могут быть использованы данные о величине спрэда, обусловленного рисками странового дефолта (*country default spread*). Расчет премии за страновой риск базируется на анализе кредитных рейтингов долговых инструментов РФ и США, присвоенных международными рейтинговыми агентствами Moody's, S&P и Fitch.

Спрэд доходности индикативного выпуска Россия-30 (Rus'30) к UST'10, равен 863 б.п. (на конец 2008 года). Рейтинг международного рейтингового агентства Moody's равняется Baa1 (неинвестиционный уровень). Таким образом, можно сделать вывод о том, что премия за страновый риск можно принять равной 1,75 %.

Ввиду малого размера организации премию за сверхнизкую капитализацию компании S_2 примем равной 4,01 %.

Премия за специфический риск компании S_3 отражает дополнительные риски, связанные с инвестированием в оцениваемую компанию, которые не были учтены коэффициентом β и в премии за страновой риск.

Основными факторами, оказывающими влияние на специфический риск оцениваемой компании, являются (**табл. 1**):

– зависимость от ключевых сотрудников;

– качество корпоративного управления;

– зависимость от ключевых клиентов;

– ограничение доступа к заемному капиталу;

– падение спроса на страховые услуги в результате экономического кризиса.

Премия за специфический риск оцениваемой компании может варьироваться в пределах от 3 до 8 %.

Кроме того, компании могут быть подвержены воздействию следующих рисков:

– ограничение доступа к заемному капиталу;

– падение спроса на страховые услуги в результате экономического кризиса.

Данные риски оцениваются в размере 4 % (**табл. 2**).

Таким образом, премия за специфический риск компании S_3 будет равна 8 %.

Подставим в формулу расчета ставки дисконтирования значения полученных показателей и определим коэффициент дисконтирования:

$$R = 2{,}97 + 1{,}99 \cdot 6{,}88 + 1{,}75 + 4{,}01 + 8{,}00 = 30{,}42\ \%.$$

К базисной части ставки дисконтирования для закрытой компании, рассчитанной с помощью CAPM, нужно прибавить еще премию за дополнительный риск, связанный с закрытостью компании. Оценим его в один процент (+1 %).

В итоге ставка дисконтирования равна 31,42 %. Далее необходимо рассчитать номинальную ставку дисконтирования, скорректировав полученную реальную ставку на уровень инфляции в США, по формуле Фишера:

$$r_n = (1 + r_r) \cdot (1 + i) - 1,$$

где r_n – номинальная ставка процента; r_r – реальная ставка процента; i – уровень инфляции за период.

Отсюда:

$$r_n = (1 + 0{,}3142) \cdot (1 - 0{,}01) - 1 =$$

$$= 1{,}3142 \cdot 0{,}99 - 1 = 0{,}3011.$$

Таким образом, номинальная ставка дисконтирования в долларах США равняется 30,11 %.

Расчет чистых денежных потоков

В зависимости от учета в денежном потоке инфляционной составляющей различают номинальный и реальный денежный потоки (первый в отличие от второго зависит от уровня инфляции в стране). Деятельность компании связана с оказанием и получением услуг на территории РФ. Таким образом, основной валютой доходов и расходов вышеуказанной компании является российский рубль. С учетом вышесказанного рекомендуется использовать реальный денежный поток, выраженный в российских рублях. Но в связи с ограниченной возможностью применения данных российского фондового рынка расчет ставки дисконтирования произвели в долларах США. С учетом того, что ставка дисконтирования номинирована в долларах США, для определения текущей стоимости ожидаемых денежных потоков рекомендуется прогнозируемый денежный поток также перевести в доллары США.

Применяя метод дисконтированных денежных потоков, в расчетах можно использовать либо денежный поток для собственного капитала, либо бездолговой денежный поток. Дисконтирование величины денежного потока для собственного капитала позволяет выйти непосредственно на рыночную стоимость собственного капитала компании (100 % акций). Если же дисконтируется бездолговой денежный поток, то результатом является рыночная стоимость компании в целом (включая долгосрочные заемные средства), что требует последующего исключения из полученной величины рыночной стоимости долгов компании. Настоящий расчет использует денежный поток для собственного капитала.

Проведем расчет чистых денежных потоков для собственного капитала без учета операции дисконтирования в 2007, 2008 годах (**табл. 3**).

Рассчитаем чистые денежные потоки для собственного капитала без учета операции дисконтирования на прогнозный период до 2012 года (**табл. 4**).

Рассчитаем номинальные денежные потоки, скорректировав реальные денежные потоки на уровень инфляции в России, используя прогнозные значения, данные МЭР (**табл. 5**).

Таблица 3

Ретроспективный расчет денежного потока для собственного капитала, тыс. руб.

Показатель	Год		
	2007	2008	темп роста, %
Прибыль после налогообложения	216 876	281 146	129,63
Амортизационные отчисления	2 184	13 149	105,00
Увеличение долгосрочной задолженности	–	30 410	–
Капитальные вложения	25 939	33 519	129,22
Прирост собственных оборотных средств	–	3 606	–
Итого	193 121	287 580	148,91

Таблица 4

Прогнозный расчет денежного потока для собственного капитала, тыс. руб.

Показатель	Год			
	2009	2010	2011	2012
Прибыль после налогообложения	364 462	472 468	612 482	793 987
Амортизационные отчисления	13 806	14 497	15 222	15 983
Увеличение долгосрочной задолженности	60 820	121 640	243 280	486 560
Капитальные вложения	43 314	55 971	72 328	93 464
Прирост собственных оборотных средств	7 212	14 424	28 848	57 696
Итого	388 562	538 210	769 808	1 145 370

Таблица 5

Прогноз номинальных денежных потоков на период до 2012 года

Год	Денежный поток в текущих ценах на 2008 г., тыс. руб.	Прогнозиру-емая инфляция, %	Фактор удорожания	Денежный поток в реальных ценах, тыс. руб.
2008	287 580	13,3	1,133	325 828
2009	388 562	12,0	1,269	493 085
2010	538 210	10,0	1,396	751 341
2011	769 808	8,0	1,508	1 160 870
2012	1 145 370	7,0	1,614	1 848 627

Таблица 6

Расчет потока наличности с учетом операции дисконтирования, тыс. долл. США

Показатель	Год				
	2008	2009	2010	2011	2012
1.Чистый денежный поток	11 848	17 930	27 321	42 213	67 223
2.Коэффициент дисконтирования (округленно)	1	0,59	0,45	0,35	0,27
3.Дисконтированный чистый поток денежных средств	11 848	10 579	12 295	14 775	18 150

Рассчитаем поток наличности с учетом операции дисконтирования. Ставка дисконтирования, рассчитанная ранее, равна 30,11 %.

В расчетах была ограничена продолжительность прогнозируемого периода четырьмя годами. Подобное ограничение продолжительности связано, во-первых, со сложностью прогнозирования в условиях кризиса динамики российской экономики, во-вторых, с тем, что в российской практике детализированные прогнозы, составленные на последующие 5 лет и более, дают значительное отклонение от реального развития ситуации.

В целях оценки компании использовался денежный поток для собственного капитала в долларовом выражении с корректировкой на уровень инфляции доллара США (**табл. 6**).

Стоимость компании определяется как сумма дисконтированных чистых потоков денежных средств, которые принесет функционирующее предприятие:

Стоимость компании = 11 848 + 10 579 + + 12 295 + 14 775 + 18 150 = 67 647 тыс. долл. США = 1 860 285 000 руб.

Таким образом, стоимость компании, рассчитанная доходным подходом, равна 1 860 285 000 руб.

В рамках затратного подхода существует два метода расчета стоимости компании: метод стоимости чистых активов и метод ликвидационной стоимости компании.

В нашем случае ликвидация предприятия не предвидится, в то же время в течение определенного периода времени наблюдается рост доходов от продаж. В связи с этим мы определим рыночную стоимость организации с помощью метода чистых активов (**рис. 5**).

Согласно методу чистых активов, применяемому в рамках затратного подхода, стоимость бизнеса складывается из индивидуальных стоимостей участвующих в нем активов (как материальных, так и нематериальных), за вычетом долговых обяза-

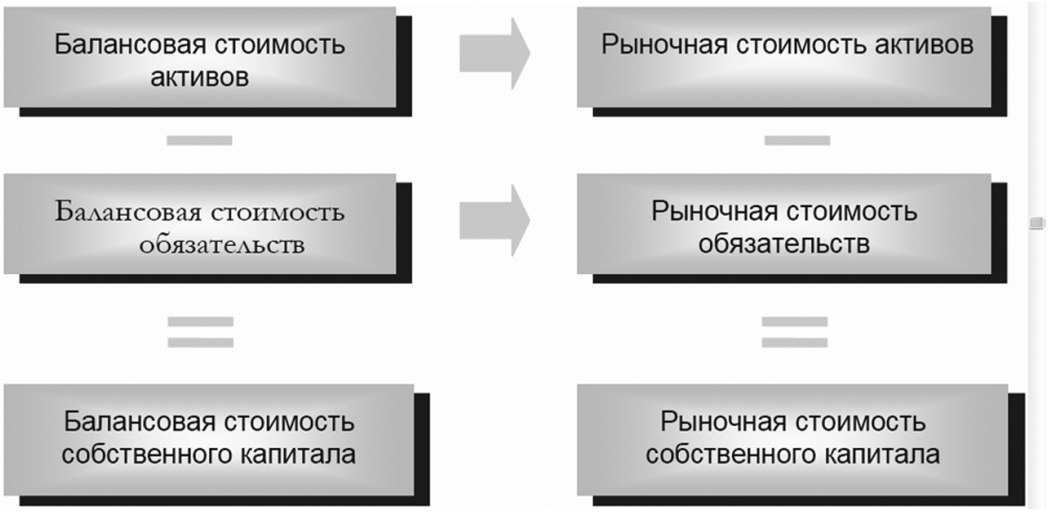


Рис.5. Блок-схема расчета рыночной стоимости капитала методом чистых активов

тельств. При определении стоимости собственного капитала методом чистых активов в рамках затратного подхода возникает необходимость определения рыночной стоимости индивидуальных активов. При этом методы оценки рыночной стоимости индивидуальных активов зависят от их вида.

Активы компании можно условно разделить на 4 группы: нематериальные активы и объекты интеллектуальной собственности; основные средства; долгосрочные финансовые вложения; оборотные активы.

Стоимость бизнеса, оцененная методом чистых активов, составила 711 796 руб.

Окончательная оценка стоимости предприятия (бизнеса) может быть определена по формуле:

$$\text{Стоимость компании} = \sum_{i=1}^{n} V_i \cdot Z_i,$$

где V_i – оценка стоимости предприятия (бизнеса) i-м методом; $i = 1,\ldots, n$ – множество применяемых в данном случае методов оценки; Z_i – весовой коэффициент i-го метода.

Целью согласования результатов используемых подходов является определение преимуществ и недостатков каждого из них и выбор единой стоимостной оценки.

Анализ достоинств и недостатков доходного и затратного подходов позволяет присвоить оценкам, полученным с использованием разных подходов, следующие весовые коэффициенты:

– доходный подход – 0,8;

– затратный подход – 0,2.

Таким образом, итоговая величина стоимости бизнеса, оцененная с помощью предлагаемого подхода, составит:

$$1\,860\,285\,000 \cdot 0{,}8 + 711\,796\,000 \cdot 0{,}2 = 1\,630\,587\,200 \text{ руб.}$$

Библиографический список

1. Федеральный стандарт оценки. Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки (ФСО №1) (утв. приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. № 256).

2. Федеральный стандарт оценки. Цель оценки и виды стоимости (ФСО №2) (утв. приказом Минэкономразвития РФ от 20 июля 2007 г. № 255).

3. *Бланк И.А.* Основы финансового менеджмента.– 2-е изд. испр. и доп. – Киев.: Ника-Центр, 2007.

4. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка: Инструменты и методы оценки любых активов. – М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. – 1340 с.

5. *Козырь Ю.В.* Стоимость компании: оценка и управленческие решения. – М.: Альфа-Пресс, 2004. 200 с.

6. Оценка бизнеса. Под ред. *А.Г. Грязновой, М.А. Федотовой*. – 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2008. – 736 с.

7. *Лещинская А.Ф., Костюхин Ю.Ю., Балихина Н.В.* Инвестиции, – М.: Изд-во РГТЭУ, 2008. – 132 с.

8. *Костюхин Ю.Ю., Ильичев И.П., Шерстнева М.А.* Оценка коэффициента бета для металлургических предприятий на примере ОАЛ «Норильский никель» // Цветные металлы 2008. № 5. С. 7–10.