

ИДЕНТИФИКАЦИЯ ОБЪЕКТА ОЦЕНКИ ПРИ ОЦЕНКЕ ПРЕДПРИЯТИЯ

К.Э.Н., ДОЦЕНТ РЭА
ИМ. Г.В. ПЛЕХАНОВА,
ГЕНЕРАЛЬНЫЙ ДИРЕКТОР
ООО «КОНСАЛТИНГОВАЯ
КОМПАНИЯ
«КАПИТАЛ ГРУПП»,
ЧЛЕН ЭКСПЕРТНОГО
СОВЕТА НП «АРМО»
Кира Евгеньевна
Калинкина



На настоящем этапе экономического развития России активно формируются вертикально интегрированные структуры, совершаются сделки слияний и поглощений, сделки по выкупу акций у миноритарных акционеров и, соответственно, возрастает потребность в проведении работ по оценке рыночной стоимости пакетов акций предприятий.

Анализ отчетов об оценке бизнеса показывает, что на практике оценщики достаточно поверхностно проводят анализ объекта оценки, оценка проводится на основе неполной, иногда недостоверной информации и обоснованных прогнозов, в результате чего рыночная стоимость, полученная оценщиком, оказывается далека от истины и не отражает действительного положения дел на предприятии.

Вместе с тем именно полноценное исследование предприятия как объекта оценки – изучение его ретроспективы, анализ активов, исследование его маркетинговой, правовой и производственной среды – позволяет сформировать корректную модель функционирования бизнеса с учетом его специфики и правильно провести оценку его стоимости.

Идентификация объекта оценки – это комплексное исследование состояния объекта оценки, позволяющее получить полноценное понимание оцениваемого предприятия не только на момент проведения оценки, но и в ретроспективном и прогнозном периодах.

Важно отметить, что федеральными стандартами оценки¹ предъявляются четкие требования к составлению отчета об оценке, в том числе к идентификации объекта оценки:

- принципы существенности и обоснованности – отчет должен содержать всю информацию, оказывающую влияние на формирование стоимости объекта оценки; данная ценообразующая информация должна быть подтверждена²;
- принцип однозначности – содержание отчета об оценке не должно вводить в заблуждение пользователей отчета, а также допускать неоднозначного толкования отчета;
- принципы проверяемости и достаточности – содержание отчета об оценке, состав и последовательность изложения ценообразующей информации должны позволить пользователям отчета воспроизвести расчет стоимости объекта оценки и привести его к результатам, содержащимся в отчете.

Содержание процесса идентификации объекта оценки – предприятия

1 этап. Анализ правоустанавливающих документов

На данном этапе анализируются официальные документы, подтверждающие правоспособность юридического лица, в том числе:

- свидетельство о внесении записи в Единый государственный реестр юридических лиц;

¹ Федеральный стандарт оценки «Требования к отчету об оценке (ФСО №3)», утвержденный

приказом Минэкономразвития России от 20 июля 2007 года №254.

² В приложении к отчету об оценке должны содержаться копии документов, используемых оценщиком

и устанавливающих количественные и качественные характеристики объекта оценки (п. 9 ФСО №3).

- свидетельство о постановке на учет юридического лица в налоговом органе по месту нахождения на территории Российской Федерации;
- устав юридического лица, утвержденный общим собранием акционеров (фирменное наименование, местонахождение, филиалы и представительства, цели и виды деятельности, уставный капитал, права акционеров, общее собрание акционеров, совет директоров, исполнительные органы);
- изменения в уставе юридического лица;
- решение о выпуске (дополнительных выпусках) ценных бумаг;
- свидетельство о государственной регистрации выпуска ценных бумаг;
- отчет об итогах выпуска ценных бумаг;
- выписка из реестра акционеров на дату проведения оценки.

Анализ правоустанавливающих документов необходим, поскольку под фразой «объектом оценки является пакет акций/доля в уставном капитале» всегда подразумевается, что оценивается то или иное вещное право на указанный актив. Необходимо описать оцениваемые права на пакет/долю в уставном капитале предприятия. В тех случаях, когда объект оценки находится в залоге, передан в доверительное управление и т.п., следует точно определять реально существующий состав прав и состав прав, которые оцениваются (эти составы прав могут не совпадать).

II этап. Анализ корпоративной структуры и управления предприятием

В рамках анализа корпоративного управления предприятием необходимо проанализировать:

- уставные нормы, существенно определяющие зависимость прав акционеров по управлению предприятием от размеров принадлежащих им пакетов акций;
- специфику прав владельцев обыкновенных и привилегированных акций на получение дивидендов;
- права владельцев привилегированных акций на участие в голосованиях по вопросам, рассматриваемым общими собраниями акционеров;
- структуру акционерного/собственного капитала (перечень юридических и физических лиц, владеющих не менее чем 1% акций/долей в УК рассматриваемой компании) с данными о размерах пакетов/долей каждого владельца и размерах пакетов/долей, аккумулированных у номинальных держателей;
- ретроспективную динамику изменения состава акционеров и принадлежащих им пакетов акций;
- сведения о присутствии на общих собраниях акционеров в динамике за последние 3–5 лет (доля присутствующих от общего числа акционеров);
- данные о «дружественности» тех или иных акционеров, то есть данные о том, какая часть акционеров одинаково голосует по стратегически важным для компании вопросам.

Полезность и рыночная стоимость пакета акций определяется возможностью его владельца получать дивиденды (и получение в иных формах доходов от де-

ятельности общества) и участвовать в управлении обществом. Первый из этих двух источников полезности реализуется всеми акционерами в равной мере (в расчете на одну акцию) вне зависимости от размеров принадлежащих им пакетов (возможность «контрольных» акционеров выводить часть доходов и иных активов общества из равноправного потребления всеми акционерами относится к их правам по управлению обществом и подлежит отдельному рассмотрению). Второй же определяется как размером конкретного пакета (объект оценки), так и распределением остальных акций между иными акционерами (наличие пакетов, обеспечивающих контроль на уровне 75% уставного капитала, 50% плюс одна акция, наличие блокирующего пакета – 25% плюс одна акция, пакетов, обеспечивающих введение «своих» представителей в органы, осуществляющие оперативное руководство обществом и т.д.).

Очевидно, что концентрация контроля «в руках» одного акционера (группы акционеров) снижает возможность влияния других акционеров на управление обществом и, следовательно, рыночные стоимости принадлежащих им пакетов акций. Даже при отсутствии контрольного пакета «в одних руках» реальный контроль может существовать вследствие:

- явной или «скрытой» аффилированности части акционеров;
- наличия действующих договоров доверительного управления пакетами акций, доверенностей на голосование и т.п.;
- объективной общности интересов части акционеров, выражающейся в «солидарности» их голосований, подтвержденной регулярной практикой;
- фактических размеров пакетов акций и их распределения между акционерами (с учетом устойчивых исторических данных об участии акционеров в собраниях); так, пакет, составляющий 40% от всего количества акций общества, может быть миноритарным де-юре и контрольным де-факто.

Возможности (права) акционеров по участию в управлении обществом в зависимости от размера пакета акций представлены в таблице 1.

Результаты анализа корпоративного управления будут использованы оценщиком для:

- последующего обоснования применяемых размеров скидок (премий) за отсутствие контроля (его наличие и степень);
- выявления признаков заинтересованности акционеров в приобретении оцениваемого пакета акций;
- анализа цен в ранее состоявшихся сделках с пакетами акций предприятия.

Таким образом, описание в отчете распределения акций общества между всеми его акционерами (имеющими пакеты акций, позволяющих влиять на принимаемые общим собранием акционеров решения) является необходимым для того, чтобы охарактеризовать полезность объекта оценки в части возможностей его владельца влиять на управление обществом. Это является



Таблица 1

ПОРОГОВЫЕ РАЗМЕРЫ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Права акционера	Размер пакета (от общего количества размещенных голосующих акций)
Право на ознакомление со списком лиц, имеющих право на участие в голосовании на общем собрании акционеров	От 1% голосующих акций включительно
Право обратиться в суд с иском к членам совета директоров и/или исполнительного органа о возмещении убытков, причиненных обществу	От 1% голосующих акций включительно
Внесение вопросов в повестку дня годового общего собрания, выдвижение кандидатов в исполнительные органы	От 2% голосующих акций включительно
Право требовать проведения внеочередного общего собрания акционеров	От 10% голосующих акций включительно
Право требовать проведения ревизии или аудиторской проверки финансово-хозяйственной деятельности	От 10% голосующих акций включительно
Право доступа к документам бухгалтерского учета и протоколам заседаний коллегиального исполнительного органа	От 25% голосующих акций включительно
«Блокирующий пакет» по решениям, которые принимаются большинством в три четверти голосов	От 25% плюс одна голосующая акция включительно
Обеспечение кворума на повторном собрании акционеров	От 30% плюс одна голосующая акция включительно
«Контрольный пакет» позволяет обеспечить кворум общего собрания, принять решения, принимаемые простым большинством	От 50% плюс одна голосующая акция включительно
Право принять все решения на общем собрании акционеров	От 75% голосующих акций включительно
«Золотая акция» – специальное право на участие РФ, субъектов РФ или муниципальных образований в управлении АО в течение 3 лет. Право «вето» (до 6 месяцев)	От 25% плюс одна голосующая акция включительно
Право требовать выкупа ценных бумаг ОАО лицом, которое приобрело более 95% акций	От 95% голосующих акций включительно

существенным свойством объекта оценки, определяющим «управленческую» часть его рыночной стоимости.

III этап. Анализ деятельности предприятия в ретроспективном периоде и на дату проведения оценки (табл. 2).

IV этап. Анализ внешнего окружения предприятия

Анализ состояния предприятия – это не только исследование процессов, происходящих в структуре самого предприятия, это прежде всего анализ той среды, в которой предприятие функционирует. Обычно разделяют внутреннюю среду предприятия, факторы которой определяются целиком управленческими решениями (цели предприятия, его структура, кадры, технологии), и внешнюю среду. Внешнюю среду представляют факторы микро- и макросреды (табл. 3).

Важно отметить, что при реализации данного этапа нецелесообразно изучать все стороны микро-

и макросреды. Необходимо выявить и проанализировать исключительно те факторы указанных сред, которые оказывают или будут оказывать непосредственное влияние на деятельность оцениваемого предприятия. Таким образом, акцент в выводах должен быть сделан на тех параметрах, фактах, анализах и прогнозах, которые в дальнейшем будут использованы в расчетах стоимости объекта оценки.

V этап. Экспресс-диагностика финансового состояния предприятия

Наиболее достоверные результаты при анализе различных сфер деятельности предприятия дает диагностика финансового состояния предприятия; любой аспект бизнеса отражается на финансовом положении предприятия.

Обычно диагностика финансового состояния предприятия охватывает ретроспективный период 3–5 лет. Здесь необходимо установить, присущ ли деятельности



?????

История образования	<p>Необходимо представить информацию об истории образования и существования предприятия, то есть должны быть указаны основные даты в летописи предприятия. В частности, дата учреждения, даты переименования, даты и содержание юридической реорганизации (например, смена организационно-правовой формы, присоединение, выделение), даты и содержание производственной реорганизации (например, выделение бизнес-единиц, перепрофилирование деятельности), значимые даты для предприятия, которые помогут объяснить существенные изменения в показателях производственно-хозяйственной деятельности предприятия в анализируемый ретроспективный период (например, приобретение нового оборудования, имущества, внедрение новой технологии, выпуск новой продукции/товара)</p>
Кадровый потенциал	<p>Необходимость анализа кадрового потенциала предприятия объясняется тем, что кадры являются важным фактором производства, как и остальные экономические ресурсы (земельные участки, сырье, средства производства, основной и оборотный капитал, информация, технология и пр.).</p> <p>Под <i>кадровым потенциалом</i> понимают совокупность способностей и возможностей кадров обеспечивать эффективное функционирование организации. Таким образом, кадровый потенциал предопределяет способность предприятия при прочих равных условиях выполнить поставленные перед ним задачи.</p> <p>Анализ кадрового потенциала следует проводить по следующим направлениям:</p> <ul style="list-style-type: none"> – численность персонала; – профессионально-квалификационный состав кадров; – половозрастной состав; – укомплектованность предприятия персоналом, то есть уровень замещения должностей; – затраты на заработную плату. <p>Результатом анализа кадрового потенциала предприятия должен являться вывод о степени его влияния на стоимость предприятия, на его инвестиционную привлекательность; вывод о наличии/отсутствии на предприятии ключевой фигуры, от которой зависит будущее предприятия (например, лицо с административным ресурсом, которое обеспечивает 100% заказов предприятия; лицо-собственник имущества, на базе которого предприятие осуществляет основную деятельность)</p>
Основные фонды	<p>Подробное описание и оценка рыночной стоимости объектов недвижимости предприятия должны быть представлены в рамках реализации затратного подхода. В рамках идентификации объекта оценки необходимо провести укрупненный анализ имущества, которым располагает оцениваемое предприятие. В частности, должна быть представлена следующая информация:</p> <ul style="list-style-type: none"> – укрупненный состав и структура основных фондов предприятия (здания, сооружения, машины и оборудование, инструмент, транспортные средства, мебель, прочие основные средства) с указанием первоначальной и остаточной стоимости, начисленной амортизации; – структура групп основных фондов по годам ввода в эксплуатацию; – структура групп основных фондов по физическому износу; – характеристика наиболее значимых основных фондов предприятия (например, здания – месторасположение, общая площадь, описание конструктивных элементов и состояния); – выявление основных фондов, не участвующих в производственном процессе, то есть которые могут быть реализованы по рыночной стоимости без ущерба для дальнейшей деятельности предприятия. <p>Здесь должен быть сделан вывод о том, является ли недвижимость предприятия при наилучшем и наиболее эффективном использовании ключевым активом, формирующим его стоимость, либо она является средством для осуществления производственной деятельности, которая и формирует основные доходы предприятия</p>



Таблица 2

?????

Производство	<p>Данный раздел должен дать информацию об организации производственной деятельности предприятия. В частности:</p> <ul style="list-style-type: none"> – объем продаж в натуральном и стоимостном выражении; – номенклатура выпускаемой продукции/оказываемых услуг; – политика ценообразования; – анализ капитальных вложений (состав, период осуществления, назначение, результат осуществления); – анализ себестоимости по основным видам продукции/услуг (состав, структура). <p>В процессе подготовки данного раздела необходимо проанализировать существенные изменения, которые происходили (будут происходить) с основными показателями производственной деятельности предприятия. Например, рост объема продаж по причине получения одноразового государственного заказа, то есть факт роста нельзя экстраполировать в будущее</p>
Маркетинг	<p>Данный раздел должен содержать следующую основную информацию:</p> <ul style="list-style-type: none"> – формирование портфеля заказов; – издержки по хранению готовой продукции; – издержки по отгрузке и транспортировке готовой продукции; – затраты на рекламу; – затраты на стимулирование сбыта; – затраты на маркетинговые исследования; – затраты на упаковку и маркировку; – затраты на пред- и послепродажное обслуживание клиентов; – доля возмещений и скидок в общей выручке; – издержки по оформлению и ведению заказов

предприятия фактор сезонности, и для анализа брать период до и после «наступления сезонности».

Следует отметить, что, как правило, в отчетах об оценке нецелесообразно приводить полный анализ финансовой отчетности с расчетом множества коэффициентов. Для адекватного вывода о состоянии предприятия с точки зрения финансов необходимо выполнить ряд основных действий:

1. Вертикальный и горизонтальный анализ структуры бухгалтерского баланса и отчета о прибылях и убытках.
2. Расчет коэффициентов платежеспособности.
3. Расчет коэффициентов финансовой устойчивости.
4. Расчет коэффициентов рентабельности и деловой активности.

Таким образом, основное, что должно быть сделано в процессе финансовой диагностики предприятия, – это выявить тенденции изменения состояния предприятия, установить причины существенного изменения каких-либо производственных и финансовых показателей, дать оценку глубины его несостоятельности.

VI этап. SWOT-анализ

В заключении аккумулируется информация, полученная в рамках каждого из вышеуказанных этапов. Это позволяет сделать SWOT-анализ (Strength – сила, Weakness – слабость, Opportunities – возможности,

Threats – угрозы). SWOT-анализ позволяет выявить факторы опасности и новых возможностей предприятия во внешней среде; определить факторы силы и слабости внутреннего состояния предприятия.

Сила и слабость могут быть потенциальными факторами развития либо упадка предприятия. Так как стратегия формулируется на будущее, то следует помнить, что за время до завершения реализации стратегического плана потенциальные слабые стороны бизнеса могут перерасти в серьезные опасности.

Объективно следует признать, что в рамках оценки стоимости предприятия SWOT-анализ не проводится в полной мере – оценщики ограничиваются выявлением и перечислением основных слабых и сильных сторон деятельности предприятия. Прежде всего это связано с тем, что классический, полноценный SWOT-анализ является неотъемлемой частью стратегического плана. Он аккумулирует информацию о состоянии предприятия во всех аспектах его деятельности. Главная задача – определить, насколько хватит у руководства ресурсов, чтобы воспользоваться возможностями из внешней среды, и насколько опасны негативные тенденции в деятельности предприятия, чтобы они могли усложнить проблемы, связанные с внешними угрозами. На основе данной информации вырабатывается стратегия, оптимальным образом сочетающая внутренние ресурсы пред-



?????

Микросреда	<p>Микросреда (отрасль) представлена силами, имеющими непосредственное отношение к самому предприятию и его возможностям по обслуживанию клиентуры, то есть поставщиками, посредниками, клиентами, конкурентами и контактными группами.</p> <p>В частности, здесь следует представить информацию по следующим основным вопросам:</p> <ul style="list-style-type: none"> – характеристика динамики, стабильности, объемов производства в отрасли; – системы существующих и потенциальных поставщиков, потребителей продукции и конкурентов; – риски, присущие отрасли; – анализ нормативной базы, специфичной для отрасли оцениваемого предприятия. <p>Анализ отрасли наиболее важен:</p> <ul style="list-style-type: none"> – если предприятие ведет свою деятельность в отрасли, развитие которой по экономическим показателям заметно отличается от средних по стране/региону; – если отрасль достаточно специфична, и для понимания сути и процессов, сопровождающих деятельность предприятия, необходимы более детальные и глубокие (чем общеэкономические) прогнозы процессов, происходящих в ней
Макросреда	<p>Макросреда представлена силами более широкого плана, которые оказывают влияние на микросреду, такими как факторы демографического, экономического, природного, технического, политического и культурного характера.</p> <p>Анализ макросреды следует проводить и по стране в целом, и по конкретным регионам (месторасположение предприятия, местонахождение ключевых потребителей/поставщиков).</p> <p>Здесь необходимо проанализировать следующую информацию:</p> <ul style="list-style-type: none"> – темпы экономического роста; – объемы промышленного производства; – уровень инфляции; – уровень инвестиционной активности; – уровень процентных ставок (по банковским кредитам и депозитам, федеральным и региональным займам); – состояние фондового рынка; – уровень доходов населения; – иную информацию, которая позволит составить наиболее полное представление о текущем социально-экономическом положении страны/региона и прогнозах их изменения

приятия (сильные и слабые стороны) с внешними факторами (возможностями и угрозами).

VII этап. Анализ перспектив развития предприятия

Полезность предприятия определяется как уже достигнутыми показателями доходности, так и еще не реализованными возможностями ее повышения. То есть стоимость предприятия оценивается не в состоянии «как есть» на дату проведения оценки, а с учетом текущего значения прироста его стоимости в будущем вследствие разумных улучшений бизнеса, которые рациональный приобретатель произвел бы в рамках доступного финансирования.

В этой связи этап, посвященный анализу перспектив развития предприятия, является особенно важным для формирования полезности предприятия в будущем. Нередки случаи, когда прогнозируется низкорентабельная производственная деятельность предприятия при том, что само предприятие расположено в центре города, и, следовательно, экономически целесообразно отказаться от продолжения ос-

новной производственной деятельности и заняться сдачей помещений в аренду либо реализовать имущественный комплекс.

Следует отметить, что планы развития предприятия должны быть обоснованными как с физической (например, планы по расширению имущественного комплекса на существующей производственной площадке), так и с экономической (экономическая целесообразность инвестиций, реальный рынок сбыта/потребления) точек зрения.

Подводя итог вышесказанному, следует сделать вывод, что исследование объекта оценки является важной и многогранной задачей, решаемой в несколько этапов с использованием инструментов системного, статистического и экономического анализа, и только тщательный комплексный анализ позволяет получить полноценное понимание полезности и, соответственно, стоимости объекта оценки для собственников, потенциальных инвесторов и других участников рынка.