

**СОВРЕМЕННЫЕ ПРОБЛЕМЫ СТОИМОСТНОЙ ОЦЕНКИ:
ОШИБКИ И ЗЛОУПОТРЕБЛЕНИЯ****Семен Юрьевич БОГАТЫРЕВ**

кандидат экономических наук, доцент кафедры Оценки и управления собственностью,
 Финансовый университет при Правительстве Российской Федерации, Москва, Российская Федерация,
 sbogatyrev@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-6080-5869>
 SPIN-код: 2429-9360

История статьи:

Рег. № 173/2019
 Получена 26.02.2019
 Получена в доработанном
 виде 22.03.2019
 Одобрена 26.04.2019
 Доступна онлайн
 29.11.2019

УДК 332.644
 JEL: C13, G12

Ключевые слова:

затратный подход,
 доходный подход,
 сравнительный подход,
 денежные потоки,
 мультипликаторы

Аннотация

Предмет. Рассматриваются искажения, возникающие в процессе стоимостной оценки при применении трех основных подходов: доходного, сравнительного и затратного; практика стоимостной оценки и случаи несоответствия примененных методов этих подходов теории и адекватным информационным ресурсам.

Цели. Выявить основные ошибки и продемонстрировать злоупотребления при применении основных подходов к стоимостной оценке и предложить способы диагностики таких ситуаций и способы по предотвращению стоимостных искажений.

Методология. Использованы методы анализа и синтеза, формализация при выявлении и описании ошибок в оценке.

Результаты. Изученные случаи неправильного применения подходов к стоимостной оценке проиллюстрированы на многочисленных примерах и кейсах. Описаны основные теоретические разделы стоимостной оценки, которые необходимо применять для диагностики ошибок и злоупотреблений оценщиков и стоимостных аналитиков. Предложены механизмы для предотвращения злоупотреблений при оценке. Показаны сферы применения современных информационных систем при исправлении некорректной оценки.

Выводы. Во время турбулентности на рынках, разбалансировки информационной базы и ключевых показателей в оценочной практике наблюдается большое количество произвольных ошибок в отчетах и злонамеренного искажения результатов оценки путем манипулирования в процессе оценки. Выявленные и описанные случаи такого поведения оценщика, способы диагностики этих ситуаций и предложенные меры по корректировке оценочных процедур с учетом информационной базы помогут стоимостному аналитику, оценщику, пользователю оценочного отчета получить четкие стоимостные ориентиры, создать объективную базу экономических показателей для принятия правильных управленческих решений.

© Издательский дом ФИНАНСЫ и КРЕДИТ, 2019

Для цитирования: Богатырев С.Ю. Современные проблемы стоимостной оценки: ошибки и злоупотребления // Финансовая аналитика: проблемы и решения. – 2019. – Т. 12, № 4. – С. 468 – 476.
<https://doi.org/10.24891/fa.12.4.468>

Введение

Практическая сфера выявления подтасовок при оценке, выделения рискованных сфер применения оценочных процедур, искажающих стоимость – важная и большая тема. Чтобы разобраться с проблемами в оценке, являются ли они ошибками или сознательными подтасовками, надо сначала

определить наиболее часто встречающиеся ошибки в оценке, независимо от того, сделаны они неумышленно или сознательно.

Другая задача – решить, как избежать этих ошибок или как свести к минимуму ущерб от недобросовестной оценочной подтасовки, чтобы элиминировать эффект от использования «заказного» отчета.

Эти знания прежде всего необходимы экспертам, которые анализируют чужие оценочные отчеты. Но они полезны и для практикующих оценщиков, чтобы не повторять типичных ошибок.

Практика оценки так разнообразна, ошибки и проблемы возникают так неожиданно и красочно, что описанные проблемы – пунктир, который ведет к более полной картине через мозаику практических случаев, которые проходит каждый, следуя путем стоимостного анализа, оценщика.

Определение отраслевой премии в ставке дисконтирования

Ставка дисконтирования – важный элемент оценочного инструментария. Анализ практики определения отраслевой премии в ставке дисконтирования показывает следующее. Оценщику следует начать с проверки предположения о том, что премия должна попасть в промежуток между –3 и 3%. Например, присвоить первоначальное нулевое значение. Затем проанализировать факторы в пользу риска и в обратную сторону, подтвердить числовые значения анализом.

При выведении премии важно не повторять риски в разных компонентах формулы. Премия за специфические риски может содержать в себе отраслевой риск. Что бы ни делал оценщик, как бы он ни рассчитывал премию в формуле ставки дисконтирования, он должен четко обосновать свои расчеты и подробно описать это в отчете об оценке.

Ошибки и манипулирование при расчете средневзвешенной ставки дисконтирования проявляются в следующих ситуациях. При определении долей каждого из видов капитала в общей структуре капитала важно использовать рыночную оценку долга. Если рыночную оценку собственного и заемного капитала получить проблематично, при определении стоимости контрольной доли участия в компании, при расчете WACC надо взять среднерыночное соотношение доли заемного капитала в структуре всего инвестированного капитала.

Для проверки ошибки или установления факта манипулирования стоимостью в отчете об оценке необходимо проверить, использовал ли оценщик те же самые публичные компании в методе компании-аналога, что и для установления структуры капитала.

Оба распространенных за рубежом метода доходного подхода DCF и CCF используют в своих формулах показатель прироста для определения стоимости.

В рамках CCF прирост затрагивает главную формулу метода:

$$V = \text{Income} / (\text{Discount Rate} - \text{Growth}),$$

где V – стоимость;

Income – прибыль;

Discount Rate – ставка дисконтирования;

Growth – прирост прибыли.

Для DCF ставка прироста является составляющей формулы Гордона (Gordon Growth Model), по которой определяется терминальная стоимость – стоимость в постпрогнозный период.

Так как прирост может иметь прямое влияние на стоимость, очень важно выбрать такую ставку прироста, которая может быть подтверждена в зависимости от цели оценки. Часто манипулирование стоимостью происходит именно на этапе определения прироста.

При определении прироста оценщиками используются, в основном, два способа:

- определение устойчивого темпа роста бизнеса (the business's sustainable growth rate);
- определение устойчивого темпа прироста экономики (the economy's estimated long-term growth rate).

Можно сделать проверку состоятельности выкладок оценщика на основе следующих установок. Ни одна компания не может вечно расти больше, чем растет вся экономика. Тогда, по идее, она всю эту экономику

поглотит. На самом деле прирост показателей компании может достигать значения прироста всей экономики или даже быть меньше. Таким образом, прирост экономики – это максимальное значение прироста, которое может быть у компании в бесконечной перспективе. Так и определяется ее стоимость по формуле (модели) Гордона. В свою очередь прирост экономики состоит из двух компонент: ожидаемой инфляции и ожидаемого реального прироста.

Проблемы определения денежных потоков

Зарубежные практики оценки отмечают, что использование денежных потоков в методах DCF и CCF может быть проблематичным, при этом встречаются и ошибки, и манипулирование. Риск достижения результата, заключенного в денежном потоке, отражен в ставке дисконтирования. Бухгалтерские зарубежные правила устанавливают необходимость применения сценарного подхода при определении ожидаемых денежных потоков и последующего расчета приведенной стоимости по безрисковой ставке [1].

Ключевой элемент, который позволит избежать ошибки при применении метода дисконтирования денежного потока или манипулирования стоимостью – это установление ожидаемого в будущем денежного потока, основанного на реальном текущем положении дел. Поэтому выбирая между прогнозным (ожидаемым) денежным потоком (forecasted cash flows) и проектным денежным потоком (projected cash flows), например, из бизнес-планов менеджеров или данных опроса CFO, следует выбрать первый. Потому что проектный денежный поток, хотя это и самый легкий вариант – это план, который может быть выполнен при осуществлении определенных условий, часто связанных с денежными затратами. Из-за такой его условности он не годится при построении денежного потока для оценки [2].

В зарубежной практике существуют следующие источники построения денежного потока: руководство компании, разработки аналитиков. Оценивая прогнозы руководства

относительного будущих ожидаемых денежных потоков, оценщик должен оценить значимость этих прогнозов, подтверждение данных прогноза в ретроспективе, достоверность предположений и начальных условий.

Используя данные аналитика относительно ожидаемых денежных потоков компании, прежде всего надо оценить компетентность аналитика в отрасли, где он делает прогнозы, выяснить, есть ли у него, на самом деле, доступ к информации, чтобы делать прогнозы, как он подтверждает информацию и свои первоначальные установки.

Практики отмечают, что многие ошибки возникают, когда оценщики не используют при оценке баланс оцениваемой компании либо сознательно обходят его стороной при манипулировании стоимостью. По возможности баланс должен быть также спрогнозирован вместе с прибылью. Тогда сразу станет понятно, имеется ли в достаточном размере капитал, чтобы достичь ожидаемых показателей по прибыльности, как спрогнозированные денежные потоки оказывают влияние на финансовый рычаг, учтены ли в расчетах капитальные вложения для роста, заложенного в ожидаемых денежных потоках.

Ошибки возникают из-за путаницы с денежными потоками на мажоритарный (control cash flow) и миноритарный пакеты акций (minority cash flow) [3]. По определению денежный поток на мажоритарный пакет акций дает стоимость мажоритарного пакета с учетом премии за контроль. Денежный поток на миноритарный пакет – стоимость миноритарного пакета со скидкой за контроль. Соответственно, во втором случае должны быть сделаны поправки на контроль при выведении стоимости мажоритарного пакета акций.

Это важно, так как бывает, что зарубежные оценщики не используют поправки на контроль после проведения расчетов по модели, а сразу закладывают их в расчеты. В этом случае надо помнить о том, что двойной учет влияния на стоимость контроля

при построении денежных потоков и при построении ставки дисконтирования недопустим.

Учитывая разное влияние мажоритарного и миноритарного акционеров на денежный поток, оценщики рекомендуют внимательно отнестись к процессу оценки разных по размеру пакетов акций уже на этапе нормализации.

Если в оценочном отчете указана стоимость 100% участия в капитале компании, то это значит, что никакая премия за контроль больше не может быть прибавлена к этому значению. Дополнительная прибавка к этой стоимости может быть только за синергию.

В практических ситуациях оценки зарубежные финансисты разбирают пограничный случай применения поправки на контроль, когда оценивается 51% долей участия в собственном капитале компании. Будет ли тогда применима эта поправка?

На эту тему в западном оценочном сообществе сложились три мнения:

- поправка будет применима, так как приобретатель получает возможность незаконного обогащения;
- возможности по установлению избыточной компенсации в свою пользу, выплачивать дивиденды и другие сопровождающие контрольное владение пакетом приведут к его избыточной стоимости;
- сама возможность направлять развитие компании в нужное русло приведет к применению премии за контроль.

Анализ проблем при определении стоимости затратным подходом

Затратный подход становится популярным не только у «красных директоров» в России, но и активно используется в Северной Америке при оценке многочисленных брошенных производств и недвижимости.

В затратном подходе часто используется метод чистых активов. Оценщики отмечают, а зарубежная и российская практика показывает,

что это – наиболее сложный для использования метод при всей кажущейся простоте. Он требует глубоких технических и специальных знаний. Одна из сложностей применения этого метода, которую повсеместно отмечают оценщики, – проблема идентификации активов, как материальных, так и нематериальных.

Американские оценщики отмечают, что при применении метода чистых активов возникает ошибка несоответствия результата оценки с видом стоимости, установленной в задании на оценку. Выделяют следующие стандарты (виды) стоимости:

- стоимость воспроизводства (Reproduction cost new);
- стоимость замещения (Replacement cost new);
- справедливая рыночная стоимость (Fair market value);
- справедливая рыночная стоимость в текущем использовании (Fair market value in continued use);
- нормальная ликвидационная стоимость (Orderly liquidation value);
- принудительная ликвидационная стоимость (Forced liquidation value).

При применении метода чистых активов часто встречаются ошибки использования неподходящих методов для определения стоимости нематериальных активов (НМА). Эти ошибки проистекают из упомянутой проблемы сложности идентификации объекта НМА.

Другие ошибки связаны с определением стоимости репутации компании (value of goodwill).

В рамках затратного подхода зарубежные оценщики выделяют ошибки, связанные с применением метода избыточных прибылей.

Эти ошибки возникают из-за неправильного определения стоимости материальных активов. К ошибкам приводят сложности при

определении фондоотдачи. Определив фондоотдачу (the return on tangible assets), оценщик вычитает ее из общей рентабельности и относит остаток на отдачу НМА.

Еще возникают ошибки, обусловленные неправильным определением стоимости НМА и их рентабельности. По определению отдача НМА должна превышать отдачу материальных активов, на этом и построен метод. И фактически это так и должно быть, но на практике возникают нестыковки.

Неудачи оценщика при попытке определить стоимость долга, а потом вычесть стоимость долга при расчете избыточной прибыли приводят к неправильному определению стоимости собственного капитала.

Невозможна также качественная перепроверка результатов метода по полученной ставке капитализации. Используемая ставка капитализации должна быть идентична ставке, примененной в рамках доходного подхода. Но на практике общая ставка дает другой результат, не тот, который ожидается оценщиком в рамках метода. И оценщик использует разные ставки, что неправильно и выдает подтасовку результата оценки.

Анализ современных проблем применения сравнительного подхода

Ряд ошибок связан с применением метода компании-аналога. Здесь оценщик использует или недостаточное, или чрезмерное количество компаний-аналогов [4]. К ошибкам приводит и использование компаний-аналогов, которые не могут являться аналогами по размеру или по отраслевой принадлежности.

К ошибкам приводит невозможность проведения корректировки или нормализации финансовой отчетности компаний-аналогов из-за изменения количества акций в обращении, разовых убытков, колебаний прибыли. Известно, что трудности применения сравнительного подхода связаны именно с тем, что приходится работать с отчетностью не только компании – объекта оценки, но и компаний-аналогов [5].

Зачастую происходит выбор неподходящих мультипликаторов. Несвойственность мультипликаторов обуславливается несовпадающими параметрами риска, разными характеристиками оцениваемой компании и компаний-аналогов [6].

Другие ошибки возникают из-за невозможности исключить влияние прибыли и расходов, связанных с неоперационными активами. Эту процедуру оценщик проделявает по данным отчетности компании – объекта оценки. Ошибки также возникают из-за невозможности выделить и затем включить обратно неоперационные активы и обязательства при оценке [7].

При применении метода сделок или, как его называют американские оценщики Merger & Acquisition Method, метод слияний и поглощений, могут быть следующие ошибки.

Еще один вид ошибок связан со смешением разных баз данных по сделкам M&A при расчете показателей. Дело в том, что все базы данных сделок слияний и поглощений идентичны [8–10]. Это, как в России, давая объявление в AVITO, через два часа вы обнаруживаете его на многих других досках объявлений, наполняющих свое содержание за счет локомотива – информационного лидера того или иного сегмента рынка.

В связи с этим оценщик сталкивается с невозможностью исключить статистику повторяющихся в отчетности данных по одним и тем же сделкам, которые дублируют статистику.

Решив одновременно использовать данные из нескольких баз, оценщик должен исключить дублирование информации. Но вначале он должен подумать, стоит ли вообще включать определенные базы данных по сделкам с компаниями в свой информационный массив оценочных данных.

Помимо этого, может произойти смешение данных по продаже активов и акций при расчете мультипликаторов¹ [11]. Также в

¹ Mauro B. Implied Cost of Capital: How to Calculate It and How to Use It. URL: <https://www.icaew.com/-/media/corporate/files/technical/corporate-finance/valuation/business-valuation/oiv-journal/00-fall2018.ashx>

результате процедур по методу сделок оценщик может рассчитать несогласованный мультипликатор, где числитель и знаменатель не согласованы [12].

Расчет среднего мультипликатора без должной статистической обработки информации и анализа приводит к другому виду ошибок – ошибкам при применении метода отраслевых коэффициентов.

Rule of thumb method – правило буравчика, правило большого пальца у многих зарубежных оценщиков вообще не признается методом оценки. В то же время, при развитой отраслевой статистике, хорошей деловой практике, он часто используется [5].

Американские стандарты оценки рекомендуют использовать его не в одиночку, а вместе с другими методами. Тогда можно перепроверить результаты расчетов и масштаб полученного результата, сделать sanity check (санитарную проверку), как говорят американцы [13]. При применении этого

метода следует помнить, что его результат приблизителен. Все зависит от отрасли. Например, у американских автодилеров отраслевые соотношения по перепродаже дилерского бизнеса почти стандартны, в то время как в других отраслях необходимо учесть результаты иных методов оценки.

Заключение

В настоящее время наблюдается большое количество произвольных ошибок в отчетах и злонамеренные искажения результатов оценки путем манипулирования. Выявленные и описанные случаи такого поведения оценщика, способы диагностики таких ситуаций и предложенные меры по корректировке оценочных процедур с учетом информационной базы помогут стоимостному аналитику, оценщику, пользователю оценочного отчета получить четкие стоимостные ориентиры, создать объективную базу экономических показателей для принятия правильных управленческих решений.

Список литературы

1. Григорьев В.В. Особенности процесса формирования ставки дисконтирования в оценке бизнеса. Экономика. Налоги. Право. 2018. Т. 11. № 3. С. 83–88. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-protssessa-formirovaniya-stavki-diskontirovaniya-v-otsenke-biznesa>
2. Hitchner J. Calculation Survives Daubert Challenge – Does This Help Open the Door for Calculations in Litigation? *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2014, no. 52, pp. 23–34.
3. Taylor R. Common Mistakes in Valuation Reports. *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2018, no. 75, pp. 78–82.
4. Grossman R. What Is the Level of Value Produced by the Guideline Publicly Traded Company Method? *The Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2006, no. 6, pp. 67–72.
5. Li D. Expertise versus Bias in Evaluation: Evidence from the NIH. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2017, vol. 9, no. 2, pp. 60–92. URL: <https://doi.org/10.1257/app.20150421>
6. Balcombe J. Market Approaches Miss the Mark When the Subject Company Has Untransferrable Goodwill. *The Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2007, no. 6, pp. 45–56.
7. Bobe A. Business Valuation. Adjusting Markets Multiples for Country Risk in Emerging Markets – Empirical Study for Romania. *The Valuation Journal*, 2015, vol. 10, iss. 2, pp. 68–85.

8. Богатырев С.Ю. Применение новейших информационных систем в работе стоимостного аналитика // Кибернетика и программирование. 2014. № 2.
URL: <https://doi.org/10.7256/2306-4196.2014.2.11736>
9. Богатырев С.Ю. Стоимостной анализ акций в информационно-аналитической системе «Блумберг» // Вопросы оценки. 2014. № 1. С. 12–38.
URL: <http://www.library.fa.ru/files/Bogatyrev.pdf>
10. Грунин А.А., Сагайдачная О.В., Богатырев С.Ю. Информационная разведка M&A с комфортом // Слияния и поглощения. 2014. № 7. С. 5–18.
11. Burkert R. On Practice Management: Pricing – Are You Discounting or Negotiating? *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2018, no. 75, pp. 85–92.
12. Богатырев С.Ю., Колосов П.В., Журкина Т.О. Подход в оценочной практике в условиях кризиса // Слияния и поглощения. 2012. № 3. С. 40–44.
13. Stan S.V. The Economic Postulates of Asset Valuation Practice. *The Valuation Journal*, 2014, vol. 9, iss. 1, pp. 4–33.

Информация о конфликте интересов

Я, автор данной статьи, со всей ответственностью заявляю о частичном и полном отсутствии фактического или потенциального конфликта интересов с какой бы то ни было третьей стороной, который может возникнуть вследствие публикации данной статьи. Настоящее заявление относится к проведению научной работы, сбору и обработке данных, написанию и подготовке статьи, принятию решения о публикации рукописи.

CONTEMPORARY ISSUES OF APPRAISAL: ERRORS AND ABUSES

Semen Yu. BOGATYREV

Financial University under Government of Russian Federation, Moscow, Russian Federation
sbogatyrev@fa.ru
<https://orcid.org/0000-0002-6080-5869>

Article history:

Article No. 173/2019
Received 26 February 2019
Received in revised form
22 March 2019
Accepted 26 April 2019
Available online
29 November 2019

JEL classification: C13, G12

Keywords: cost approach,
income approach,
comparative approach,
cash flows, multipliers

Abstract

Subject The article reviews misstatements arising from appraisal when three key valuation methods are used, i.e. income, comparative and cost methods. I also focus on valuation practices and instances when the above methods are inconsistent with the theory and adequate information resources.

Objectives I identify key errors and show instances of abuse as part of key valuation methods, and propose methods to assess such instances and prevent misstatements.

Methods The research is based on methods of analysis, synthesis, and formalization in identifying and describing valuation errors.

Results I refer to multiple cases and examples to illustrate the incorrect use of valuation approaches. The article also describes key theoretical provisions of valuation, which should be applied to detect errors and abuses of appraisers and cost analysts. I suggest what mechanisms should be used to prevent valuation abuses and show how modern information systems can work to correct inadequate valuation results.

Conclusions and Relevance In the time of market turbulence, unbalanced information and key indicators, appraisers tend to commit a lot of incidental errors in reports and abuses by deliberately misstating valuation outcomes through manipulations. Referring to such instances identified and described, methods to detect them and proposed measures to adjust valuation procedures for available information, appraisers, cost analysts, users of valuation reports will have precise value benchmarks, compile unbiased economic indicators in order to make adequate managerial decisions.

© Publishing house FINANCE and CREDIT, 2019

Please cite this article as: Bogatyrev S.Yu. Contemporary Issues of Appraisal: Errors and Abuses. *Financial Analytics: Science and Experience*, 2019, vol. 12, iss. 4, pp. 468–476.
<https://doi.org/10.24891/fa.12.4.468>

References

1. Grigor'ev V.V. [Specifics of the Discount Rate Calculation in the Business Valuation]. *Ekonomika. Nalogi. Pravo = Economics, Taxes & Law*, 2018, vol. 11, no. 3, pp. 83–88.
URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/osobennosti-protssessa-formirovaniya-stavki-diskontirovaniya-v-otsenke-biznesa> (In Russ.)
2. Hitchner J. Calculation Survives Daubert Challenge – Does This Help Open the Door for Calculations in Litigation? *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2014, no. 52, pp. 23–34.
3. Taylor R. Common Mistakes in Valuation Reports. *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2018, no. 75, pp. 78–82.
4. Grossman R. What is the Level of Value Produced by the Guideline Publicly Traded Company Method? *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2006, no. 6, pp. 67–72.
5. Li D. Expertise versus Bias in Evaluation: Evidence from the NIH. *American Economic Journal: Applied Economics*, 2017, vol. 9, no. 2, pp. 60–92. URL: <https://doi.org/10.1257/app.20150421>

6. Balcombe J. Market Approaches Miss the Mark When the Subject Company Has Untransferrable Goodwill. *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2007, no. 6, pp. 45–56.
7. Bobe A. Business Valuation. Adjusting Markets Multiples for Country Risk in Emerging Markets – Empirical Study for Romania. *The Valuation Journal*, 2015, vol. 10, iss. 2, pp. 68–85.
8. Bogatyrev S.Yu. [Applying the newest information systems in the cost analysis]. *Kibernetika i programmirovaniye = Cybernetics and Programming*, 2014, no. 2. (In Russ.)
URL: <https://doi.org/10.7256/2306-4196.2014.2.11736>
9. Bogatyrev S.Yu. [Cost analysis of shares in Bloomberg Terminal]. *Voprosi ocenki*, 2014, no. 1, pp. 12–38. URL: <http://www.library.fa.ru/files/Bogatyrev.pdf> (In Russ.)
10. Grunin A.A., Sagaidachnaya O.V., Bogatyrev S.Yu. [M&A Information Intelligence with Comfort]. *Sliyaniya i pogloshcheniya = Mergers and Acquisitions*, 2014, no. 7, pp. 5–18. (In Russ.)
11. Burkert R. On Practice Management: Pricing – Are You Discounting or Negotiating? *Financial Valuation and Litigation Expert Journal*, 2018, no. 75, pp. 85–92.
12. Bogatyrev S.Yu., Kolosov P.V., Zhurkina T.O. [Approach in appraisal practice in a crisis]. *Sliyaniya i pogloshcheniya = Mergers and Acquisitions*, 2012, no. 3, pp. 40–44. (In Russ.)
13. Stan S.V. The Economic Postulates of Asset Valuation Practice. *The Valuation Journal*, 2014, vol. 9, iss. 1, pp. 4–33.

Conflict-of-interest notification

I, the author of this article, bindingly and explicitly declare of the partial and total lack of actual or potential conflict of interest with any other third party whatsoever, which may arise as a result of the publication of this article. This statement relates to the study, data collection and interpretation, writing and preparation of the article, and the decision to submit the manuscript for publication.