

ФЕДЕРАЛЬНОЕ АГЕНТСТВО ПО ОБРАЗОВАНИЮ  
НОВОСИБИРСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ  
ЭКОНОМИКИ И УПРАВЛЕНИЯ  
КАФЕДРА ЦЕННЫХ БУМАГ

**И.Я.НОВИКОВА**

# **ОЦЕНКА БИЗНЕСА**

**Учебно-методический комплекс**  
по специальности 080105 «Финансы и кредит»

НОВОСИБИРСК  
2008

Издается в соответствии с планом учебно-методической работы НГУЭУ

**Новикова И.Я.**

**Н73** Оценка бизнеса: Учебно-методический комплекс. — Новосибирск: НГУЭУ, 2008. — 128 с.

Настоящий учебно-методический комплекс содержит методические рекомендации для студентов по изучению учебной дисциплины, рабочую программу, методические указания для выполнения контрольных (курсовых) работ, тексты лекций, практикум по решению задач, словарь терминов, материалы тестовой системы.

В текстах лекций, включенных в УМК, кратко изложены методические основы оценки стоимости бизнеса (предприятия), дана характеристика подходов и методов оценки бизнеса, показана роль оценки бизнеса в управлении стоимостью компании. Данные лекции являются базой для изучения дисциплины «Оценка бизнеса». Наряду с лекциями необходимо использовать и дополнительную литературу, список которой приведен в УМК.

Учебно-методический комплекс может быть использован студентами всех специальностей и всех форм обучения.

ББК 65.290

© Новикова И.Я., 2008  
© НГУЭУ, 2008

# МЕТОДИЧЕСКИЕ РЕКОМЕНДАЦИИ ПО ИЗУЧЕНИЮ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

## Рекомендации по использованию материалов учебно-методического комплекса

При работе с настоящим учебно-методическим комплексом особое внимание следует обратить на актуальность оценки бизнеса как критерия эффективности деятельности хозяйствующих субъектов. Поэтому предлагаемые подходы и методы оценки бизнеса являются необходимым условием выработки финансовой политики хозяйствующих субъектов и позволяют студенту определять стоимость бизнеса применительно к месту его будущей работы.

Специфика в изучении раздела «Рабочая программа учебной дисциплины» проявляется в возможности в общем виде представить круг вопросов, предлагаемых в рабочей программе учебной дисциплины, и тем самым выявить для себя степень «сложности» той или иной темы.

Специфика в изучении раздела «Тексты лекций по учебной дисциплине» проявляется в том, что приводятся краткие лекции по основным разделам курса. Однако для глубокого изучения предмета необходимо изучить основную, а в отдельных случаях и дополнительную литературу.

Специфика в изучении раздела «Практикум по решению задач (практических ситуаций)» проявляется в том, что студент может изучить особенности решения задач по предмету «Оценка бизнеса», аналог которых будет предложен на экзамене. Обращаем внимание, что следует научиться решать задачи на основе реальной информации по предприятию, в котором работает студент.

Специфика в изучении раздела «Словарь терминов» проявляется в том, что в нем приведены основные термины, используемые в оценочной деятельности. Именно на этой терминологии построены тексты лекций, приведенные в УМК. Однако при изучении других литературных источников (особенно дополнительной литературы) следует выявить, совпадает ли терминология, предложенная в УМК и в изучаемом источнике. Поскольку оценка бизнеса является бурно развивающимся сегментом финансовой науки, ряд терминов пока не устоялся, и в каждом конкретном случае следует «договариваться о терминах».

Специфика в изучении раздела «Материалы для тестовой системы» проявляется в возможности провести тренировку по тестам, аналог которых будет предложен на экзамене. Для лучшего усвоения материала предлагаем студенту самому моделировать тестовые задания по информации предприятия, на котором он работает.

Специфика в изучении раздела «Методические указания для выполнения контрольных работ» проявляется в определении особенностей выполнения курсовой или контрольной работы применительно к данному предмету — оценке бизнеса. Обращаем внимание на необходимость использования материала, определяемого спецификой деятельности студента на конкретном предприятии.

## Пожелания к изучению тем курса

При изучении темы 1 «Концепция оценки стоимости бизнеса (предприятия)» особое внимание следует обратить на логику соотношения понятий и определений, принятых в оценочной деятельности. Следует четко уяснить, чем отличаются понятия «оценка стоимости бизнеса (предприятия)» в международных, европейских и российских стандартах оценки. Кроме того, следует провести четкую грань между предприятием как бизнесом и предприятием как имущественным комплексом.

При изучении темы 2 «Технология оценки стоимости бизнеса (предприятия)» необходимо четко уяснить основные этапы процесса оценки. Наш совет: сформулируйте для себя, в чем содержательные результаты каждого этапа процесса оценки. Кроме того, студенту нужно научиться анализировать финансовые отчеты и корректировать финансовую отчетность для оценки стоимости бизнеса. Особое внимание следует обратить на типовую структуру отчета по оценке, знать содержание каждого раздела отчета.

При изучении темы 3 «Доходный подход к оценке бизнеса» особое внимание следует обратить на методологию доходного подхода и методы, его характеризующие. Следует изучить не только отдельные методы, но и причины, по которым применяется тот или иной метод в конкретной ситуации. Кроме того, следует сравнить методы доходного подхода между собой.

При изучении темы 4 «Рыночный подход к оценке бизнеса» особое внимание следует обратить на методологию рыночного подхода и методы, его характеризующие. Следует изучить не только отдельные методы, но и причины, по которым применяется тот или иной метод в конкретной ситуации. Кроме того, следует сравнить методы рыночного подхода между собой.

При изучении темы 5 «Имущественный подход к оценке бизнеса» особое внимание следует обратить на методологию имущественного подхода и методы, его характеризующие. Следует изучить не только отдельные методы, но и причины, по которым применяется тот или иной метод в конкретной ситуации. Кроме того, следует сравнить методы имущественного подхода между собой.

При изучении темы 6 «Оценка пакета акций (доли) предприятия» особое внимание следует обратить на алгоритм оценки пакетов акций. Следует уяснить, какой конкретный результат получаем на каждом этапе алгоритма. Кроме того, для практики оценочной деятельности следует четко уяснить оценку поглощаемого бизнеса.

При изучении темы 7 «Концепция управления стоимостью компании и современные методы оценки» особое внимание следует обратить на сущность, принципы, этапы развития управления стоимостью компании, а также на современные технологии оценки в рамках концепции управления стоимостью компании и характеризующие эти технологии методы.

При изучении темы 8 «Оценка инвестиционных проектов предприятия» особое внимание следует обратить на понятие инвестиционного (инновационного) проекта как объекта оценки. Кроме того, следует выявить методы оценки показателей финансовой эффективности инвестиционных проектов и влияния инвестиционного проекта на повышение стоимости бизнеса компании.

При изучении темы 9 «Оценка проектов реструктуризации предприятия» особое внимание следует обратить на сущность и основные направления реструктуризации, ориентированные на повышение стоимости компании, виды и методы реструктуризации предприятия. Необходимо провести анализ отличий реструктуризации активов и обязательств предприятия, реструктуризации акционерного капитала, знать, в чем заключаются особенности оценки проектов реструктуризации предприятия.

### **Рекомендации по работе с литературой**

При изучении курса учебной дисциплины особое внимание следует обратить на следующие литературные источники:

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса: Учебник. — М.: ТК Велби; Проспект, 2003.
2. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
3. *Григорьев В.В., Островкин И.М.* Оценка предприятий: Имущественный подход: Учебно-практическое пособие — М.: Дело, 2000.
4. *Дестонд Г.М., Келли Р.Э.* Руководство по оценке бизнеса. — М.: РОО, 1996.
5. *Егеров И.А.* Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учебное пособие. — М.: Дело, 2003.
6. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.
7. *Коупленд Т., Коллер Т., Мурри Дж.* Стоимость компаний. Оценка и управление. — М.: Олимп-Бизнес, 1999.
8. Международные стандарты оценки: Кн.1. Перевод, комментарии, дополнения / Г.И.Микерин, М.И.Недужий, Н.В.Павлов. — М.: Новости, 2000.
9. Международные стандарты оценки: Кн.2. Глоссарий к МСО на русском языке и англо-русский словарь / Г.И.Микерин, М.И.Недужий, Н.В.Павлов, Н.Н.Яшина. — М.: Новости, 2000.
10. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И.Кошкина. — М.: Экмос, 2002.
11. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.
12. *Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б.* Оценка предприятий: доходный подход. — М., 2000.

13. Уолш К. Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании / Пер. с англ. — М.: Дело, 2000.

14. Управление стоимостью компании: Учебное пособие / Под ред. М.А.Федотовой и Т.В.Тазихиной. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2003.

К основным (базовым) литературным источникам учебной дисциплины относятся:

1. Белых Л.П., Федотова М.А. Реструктуризация предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.

2. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: Учебник. — М.: ТК Велби; Проспект, 2003.

3. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.

4. Ван Хорн Дж. К. Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2001.

5. Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.

6. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.

7. Оценка недвижимости: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2002.

8. Реструктуризация предприятий и компаний / Под ред. И.И.Мазура. — М.: Высшая школа, 2000.

9. Шарп У., Александер Г., Бейли Дж. Инвестиции / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1998.

### **Разъяснения по поводу работы с тестовой системой курса**

В разделе «Материалы для тестовой системы» настоящего комплекса Вам предложено решить тестовые задания. Специфика решения данных заданий заключается в нахождении одного правильного ответа из предложенных вариантов ответов. Все ответы на тестовые задания содержатся в текстах лекций настоящего УМК.

### **Советы по подготовке к экзамену (зачету)**

При подготовке к экзамену особое внимание следует обратить на следующие моменты:

- 1) теоретические вопросы, включенные в экзаменационные билеты, полностью соответствуют вопросам, включенным в список для подготовки к экзамену, который приведен в разделе «Рабочая программа учебной дисциплины»;
- 2) тесты, включенные в экзаменационные билеты, аналогичны тестам, приведенным в разделе «Материалы для тестовой системы»;
- 3) практические задания, включенные в экзаменационные билеты, аналогичны тем, что предложены в разделе «Практикум по решению задач (практических ситуаций)».

Для того чтобы избежать трудностей при ответах по вышеуказанным разделам, рекомендуем тщательно проанализировать все предложенные тесты и решить все предложенные практические задачи.

Материалы учебно-методического комплекса следует использовать как базу для написания контрольной работы и подготовки к экзамену.

# РАБОЧАЯ ПРОГРАММА УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ «ОЦЕНКА БИЗНЕСА»

## Раздел 1. ОРГАНИЗАЦИОННО-МЕТОДИЧЕСКИЙ

### 1.1. ВЫПИСКА ИЗ ОБРАЗОВАТЕЛЬНОГО СТАНДАРТА

СД.10.06.2. «Оценка стоимости предприятия (бизнеса)» входит в число обязательных дисциплин специализации СД.10.06. «Оценка собственности» Государственного образовательного стандарта.

### 1.2. ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

Дисциплина «Оценка бизнеса» предназначена для того, чтобы дать студентам знания о роли и значении методов оценки бизнеса как действенного инструмента оценки стоимости хозяйствующих субъектов, а также об их использовании в процессе управления стоимостью компании. В соответствии с назначением основными целями учебной дисциплины «Оценка бизнеса» являются: формирование у студентов представления об основах оценки бизнеса (предприятия), о подходах и методах оценки бизнеса, об управлении стоимостью предприятия на основе оценки бизнеса. В рамках изучения дисциплины рассматриваются как законодательные, так и практические основы функционирования бизнеса (предприятия). Затрагиваются проблемы финансового анализа, реструктуризации компаний, инвестирования.

Исходя из названных целей, в процессе изучения дисциплины решаются образовательные и практические задачи.

**Образовательные задачи** заключаются в том, чтобы студенты получили четкое и ясное представление:

- о предмете, целях и принципах оценки бизнеса (предприятия);
- о нормативно-правовой базе, регулирующей оценку бизнеса;
- о сущности и особенностях отдельных видов стоимости бизнеса;
- о подходах и методах оценки бизнеса (предприятия);
- об особенностях управления стоимостью компании на основе оценки бизнеса.

**Практические задачи** состоят в том, чтобы обучить студентов навыкам сбора, анализа и корректировки информации, необходимой для оценки, привить навыки оценки бизнеса (предприятия) различными методами, а также применения передового зарубежного опыта для решения задач, стоящих перед хозяйствующими субъектами России.

### 1.3. ТРЕБОВАНИЯ К УРОВНЮ ОСВОЕНИЯ ДИСЦИПЛИНЫ

По окончании изучения учебной дисциплины студент должен получить основные представления, знания, умения и навыки, а именно:

Представления	Знания	Умения	Навыки
<b>Раздел I. Методические основы оценки стоимости бизнеса (предприятия)</b>			
Иметь представления о существующих проблемах оценки бизнеса	Знать предмет, цели и задачи оценки бизнеса, основные свойства и характеристики объектов оценки	Свободно оперировать следующими понятиями и категориями: бизнес, предприятие, активы, обязательства	Осуществлять тематическую подборку нормативно-правовых актов по оценке стоимости бизнеса
<b>Раздел II. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса (предприятия)</b>			
Иметь представления о существующих подходах к оценке бизнеса	Знать основные методы оценки бизнеса, их преимущества и недостатки	Проводить расчеты по оценке бизнеса доходным, сравнительным и имущественным подходами	Пользоваться справочно-информационными компьютерными системами для сбора информации об объекте
<b>Раздел III. Управление стоимостью предприятия на основе оценки бизнеса</b>			
Иметь представления о существующих концепциях управления стоимостью предприятий	Знать основные технологии оценки, направления повышения стоимости компаний	Уметь проводить комплексный анализ проблемных ситуаций, связанных с реструктуризацией предприятий	Пользоваться справочно-информационными компьютерными системами для сбора информации об объекте

## 1.4. ФОРМЫ КОНТРОЛЯ

**Итоговый контроль.** Для контроля уровня усвоения дисциплины учебным планом предусмотрено:

- экзамен — для студентов очной формы обучения;
- экзамен — для обучающихся на базе полного среднего образования;
- экзамен — для обучающихся на базе среднего специального образования;
- экзамен — для обучающихся на базе высшего образования.

**Текущий контроль.** Для студентов очной формы обучения — курсовая работа. Для студентов заочной формы обучения — контрольная работа.

## Раздел 2. СОДЕРЖАНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ

### 2.1. ТЕМАТИЧЕСКИЙ ПЛАН УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ

Наименование разделов и тем	Очная форма обучения			Заочная форма обучения					
				Кол-во часов для обучающихся на базе среднего общего образования		Кол-во часов для обучающихся на базе среднего профессионального образования		Кол-во часов для обучающихся на базе высшего образования	
	Лекции	Практ. занятия	Самост. работа	Лекции	Самост. работа	Лекции	Самост. работа	Лекции	Самост. работа
<b>Раздел I. Методические основы оценки стоимости бизнеса (предприятия)</b>									
<b>Тема 1.</b> Концепция оценки стоимости бизнеса (предприятия)	4	4	16	2	12	2	12	2	12
<b>Тема 2.</b> Технология оценки стоимости бизнеса (предприятия)	2	2	8	1	20	1	20	1	20
Итого по разделу:	6	6	24	3	32	3	32	3	32
<b>Раздел II. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса (предприятия)</b>									
<b>Тема 3.</b> Доходный подход к оценке бизнеса	4	4	12	2	20	2	20	2	20
<b>Тема 4.</b> Рыночный подход к оценке бизнеса	2	2	12	2	15	2	15	1	15
<b>Тема 5.</b> Имущественный подход к оценке бизнеса	2	2	12	2	15	2	15	2	15
<b>Тема 6.</b> Оценка пакета акций (доли) предприятия	2	2	10	2	10	2	10	1	12
Итого по разделу:	10	10	46	8	60	8	60	6	62
<b>Раздел III. Управление стоимостью компании на основе оценки бизнеса</b>									
<b>Тема 7.</b> Концепция управления стоимостью компании и современные методы оценки	2	2	6	1	12	1	12	1	12
<b>Тема 8.</b> Оценка инвестиционных проектов предприятия	3	3	8	2	10	2	10	1	11
<b>Тема 9.</b> Оценка проектов реструктуризации предприятия	3	3	8	2	10	2	10	1	11
Итого по разделу:	8	8	22	5	32	5	32	3	34
Итого по дисциплине:	24	24	92	16	124	16	124	12	128



## 2.2. СОДЕРЖАНИЕ ОТДЕЛЬНЫХ РАЗДЕЛОВ И ТЕМ

### Раздел I. Методические основы оценки стоимости бизнеса (предприятия)

#### *Тема 1. Концепция оценки стоимости бизнеса (предприятия)*

Оценка бизнеса (предприятия) в российском законодательстве. Нормативно-правовые акты Российской Федерации, регулирующие оценку стоимости бизнеса (предприятия). Оценка стоимости бизнеса (предприятия) в международных, европейских и российских стандартах оценки. Основные понятия оценки стоимости бизнеса (предприятия). Бизнес. Предприятие как имущественный комплекс. Цели оценки бизнеса (предприятия). Виды стоимости. Принципы оценки стоимости бизнеса (предприятия). Факторы, влияющие на величину стоимости бизнеса (предприятия).

#### *Тема 2. Технология оценки стоимости бизнеса (предприятия)*

Задание на оценку и договор об оценке бизнеса (предприятия). Информационное обеспечение оценки бизнеса (предприятия). Состав информации. Показатели макроэкономического и регионального уровней, отраслевые показатели, которые могут повлиять на бизнес. Информация о бизнесе, который оценивается. Корректировка данных финансовой отчетности. Финансовый анализ. Подходы и методы оценки бизнеса (предприятия). Методы согласования результатов, полученных с использованием трех подходов к оценке бизнеса. Отчет об оценке бизнеса (предприятия). Временная оценка денежных потоков.

### Раздел II. Подходы и методы оценки стоимости бизнеса (предприятия)

#### *Тема 3. Доходный подход к оценке бизнеса*

Методология доходного подхода. Метод дисконтированных денежных потоков. Технология реализации метода. Виды денежных потоков. Денежный поток для собственного капитала (полный денежный поток). Бездолговой денежный поток. Методы расчета и прогнозирования денежного потока. Номинальный и реальный денежные потоки. Ставка дисконта. Номинальная и реальная ставки дисконта. Формула Фишера. Метод средневзвешенной стоимости капитала. Систематические и несистематические риски бизнеса. Модель оценки капитальных активов (САРМ). Метод кумулятивного построения ставки дисконта. Методы капитализации дохода.

Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение неопределенно длительного периода (метод капитализации). Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного периода (модели Инвуда, Хоскальда, Ринга). Капитализация стабильно растущего дохода, получаемого в течение неопределенно длительного периода (модель Гордона). Метод реальных опционов.

#### *Тема 4. Рыночный подход к оценке бизнеса*

Методология рыночного подхода. Метод рынка капитала. Технология выбора компаний-аналогов. Определение рыночной стоимости компании-аналога. Расчет и применение ценовых мультипликаторов. Расчет стоимости оцениваемой компании с использованием мультипликаторов. Обязательные корректировки данных. Метод сделок. Метод отраслевых коэффициентов (отраслевой специфики). Корректировка стоимости оцениваемой компании при использовании зарубежных компаний-аналогов.

#### *Тема 5. Имущественный подход к оценке бизнеса*

Методология имущественного подхода. Метод накопления активов. Сфера применения. Особенности оценки рыночной стоимости активов. Методы оценки основных и оборотных фондов, финансовых активов. Оценка дебиторской задолженности. Оценка задолженности предприятия. Метод избыточной прибыли для оценки гудвилла. Оценка стоимости чистых активов акционерных обществ. Оценка ликвидационной стоимости предприятия. Необходимость и объекты оценки ликвидационной стоимости. Этапы оценки ликвидационной стоимости.



## *Тема 6. Оценка пакета акций (доли) предприятия*

Алгоритм оценки пакетов акций. Учет приобретаемого контроля. Мажоритарная доля (контрольный пакет акций) и миноритарная доля (неконтрольный пакет акций). Влияние контрольного и неконтрольного участия в предприятии на его стоимость. Премия за контроль и скидка за неконтрольный характер пакета. Влияние ликвидности акций и размещенности их на рынке. Скидка за недостаточную ликвидность пакета и скидка, основанная на издержках по размещению акций на фондовом рынке. Оценка поглощаемого бизнеса.

### **Раздел III. Управление стоимостью компании на основе оценки бизнеса**

#### *Тема 7. Концепция управления стоимостью компании и современные методы оценки*

Управление стоимостью компании: сущность, принципы, этапы развития. Современные технологии оценки в рамках концепции управления стоимостью компании. Методы оценки и управления стоимостью компании, базирующиеся на денежных потоках (FCF, ECF, CCF). Методы оценки и управления стоимостью компании, основанные на концепции добавленной стоимости (EVA, SVA, MVA). Метод экономической добавленной стоимости (EVA). Метод акционерной добавленной стоимости (SVA). Метод рыночной добавленной стоимости (MVA).

#### *Тема 8. Оценка инвестиционных проектов предприятия*

Инвестиционный (инновационный) проект как объект оценки. Показатели финансовой эффективности для выбора инвестиционного проекта: чистая текущая стоимость, внутренняя норма рентабельности, простой и дисконтированный срок окупаемости, адаптированная чистая текущая стоимость. Основные требования к бизнес-планам инвестиционных проектов. Оценка вклада инвестиционного проекта в повышение стоимости предприятия. Динамика вклада инвестиционных проектов в рыночную стоимость предприятия.

#### *Тема 9. Оценка проектов реструктуризации предприятия*

Сущность и основные направления реструктуризации, ориентированные на повышение стоимости компании. Виды и методы реструктуризации предприятия. Реструктуризация активов предприятия, в том числе дебиторской задолженности. Реструктуризация обязательств предприятия (кредиторской задолженности). Реструктуризация акционерного капитала. Формы реорганизации акционерных обществ. Особенности оценки проектов реструктуризации предприятия.

## **Раздел 3. УЧЕБНО-МЕТОДИЧЕСКОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ДИСЦИПЛИНЫ**

### **3.1. ТЕМЫ КУРСОВЫХ РАБОТ (ДЛЯ ОЧНОЙ ФОРМЫ ОБУЧЕНИЯ)**

1. Методические основы оценки бизнеса (предприятия).
2. Технология оценки стоимости бизнеса (предприятия).
3. Доходный подход к оценке бизнеса: сравнительный анализ методов и возможности использования в России.
4. Анализ и прогнозирование денежных потоков при оценке предприятия доходным подходом.
5. Анализ ставки дисконтирования при оценке предприятия доходным подходом.
6. Применение теории опционов в практике оценки бизнеса.
7. Рыночный подход к оценке бизнеса: сравнительный анализ методов и возможности использования в России.
8. Имущественный подход к оценке бизнеса: сравнительный анализ методов и возможности использования в России.
9. Особенности оценки ликвидационной стоимости предприятия.
10. Оценка пакета акций (доли) предприятия.
11. Оценка компаний при слияниях и поглощениях.
12. Особенности оценки стоимости недвижимого имущества предприятия.

13. Особенности оценки стоимости земельных участков, принадлежащих предприятию.
14. Оценка стоимости нематериальных активов предприятия.
15. Оценка гудвилла предприятия.
16. Особенности оценки машин, оборудования и транспортных средств, принадлежащих предприятию.
17. Оценка финансовых активов предприятия.
18. Концепция управления стоимостью компании и современные методы оценки.
19. Оценка инвестиционных (инновационных) проектов предприятия.
20. Оценка проектов реструктуризации компании.

### 3.2. ВОПРОСЫ ДЛЯ ПОДГОТОВКИ К ЭКЗАМЕНУ

1. Нормативно-правовые акты, регулирующие оценку стоимости бизнеса (предприятия).
2. Цели оценки бизнеса и виды стоимости. Принципы оценки. Факторы, влияющие на величину стоимости предприятия.
3. Технология оценки стоимости предприятия (бизнеса). Структура отчета об оценке бизнеса.
4. Практические применения оценки бизнеса, предусмотренные российским законодательством.
5. Информационное обеспечение оценки бизнеса.
6. Корректировка финансовой отчетности бизнеса в целях оценки. Финансовый анализ.
7. Методология доходного подхода. Сравнительная характеристика методов.
8. Метод дисконтированных денежных потоков.
9. Денежные потоки: сущность, виды, методы расчета и прогнозирования.
10. Ставка дисконта: сущность, виды, методы расчета.
11. Систематические и несистематические риски бизнеса. Модель оценки капитальных активов. Метод кумулятивного построения ставки дисконта.
12. Методы капитализации ожидаемого дохода.
13. Методология рыночного подхода. Сравнительная характеристика методов.
14. Метод рынка капитала.
15. Особенности использования зарубежных компаний-аналогов в рыночном подходе.
16. Методология имущественного подхода. Сравнительная характеристика методов.
17. Метод накопления активов.
18. Метод избыточной прибыли для оценки гудвилла предприятия.
19. Метод стоимости чистых активов.
20. Оценка ликвидационной стоимости предприятия.
21. Оценка пакета акций (доли) предприятия.
22. Концепция управления стоимостью компании.
23. Современные методы оценки в рамках концепции управления стоимостью компании.
24. Оценка инвестиционных проектов.
25. Оценка проектов реструктуризации компании.

### 3.3. ЛИТЕРАТУРА

#### Основная

1. *Белых Л.П., Федотова М.А.* Реструктуризация предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
2. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса: Учебник. — М.: ТК Велби; Проспект, 2003.
3. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
4. *Ван Хорн Дж.К.* Основы управления финансами / Пер. с англ. — М.: Финансы и статистика, 2001.
5. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.
6. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.

7. Оценка недвижимости: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2002.
8. Реструктуризация предприятий и компаний / Под ред. И.И.Мазура. — М.: Высшая школа, 2000.
9. *Шарп У., Александер Г., Бейли Дж.* Инвестиции / Пер. с англ. — М.: Инфра-М, 1998.

#### Дополнительная

1. *Аистова М.Д.* Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям. — Альпина Паблишер, 2002.
2. Анализ финансовой отчетности: Учебное пособие / Под ред. О.В.Ефимовой, М.В.Мельник. — М.: Омега-Л, 2004.
3. *Андреанов Ю.В.* Введение в оценку транспортных средств: Учебно-методическое пособие. — М.: Дело, 1998.
4. *Бердникова Т.Б.* Оценка и налогообложение имущества предприятий: Учебное пособие. — М.: Инфра-М, 2003.
5. *Богатая И.Н.* Стратегический учет собственности предприятия. — Ростов-на-Дону: Феникс, 2001.
6. *Бочаров В.В., Леонтьев В.Е.* Корпоративные финансы. — СПб.: Питер, 2002.
7. *Бочаров С.В.* Управление денежным оборотом предприятий и корпораций. — М.: Финансы и статистика, 2002.
8. *Виленский П.Л., Лившиц В.Н., Столяк С.А.* Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика: Учебное пособие. — 2-е изд., перераб. и доп. — М.: Дело, 2002.
9. *Григорьев В.В., Островкин И.М.* Оценка предприятий: Имущественный подход: Учебно-практическое пособие — М.: Дело, 2000.
10. *Грязнова А.Г., Федотова М.А.* Сколько стоит бизнес. — М.: Финансы и статистика, 1999.
11. *Дамодаран Асват.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
12. *Десмонд Г.М., Келли Р.Э.* Руководство по оценке бизнеса. — М.: РОО, 1996.
13. *Еггерев И.А.* Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учебное пособие. — М.: Дело, 2003.
14. *Елисеев В.М.* Системная технология оценки стоимости крупных производственных комплексов / Отв. редактор М.В.Лычагин. — Новосибирск: ИЭОПП СО РАН, 2004.
15. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Тесты и задачи по оценочной деятельности. — СПб.: Питер, 2002.
16. *Казин А.В.* Нематериальные активы. — М.: Экзамен, 2004.
17. *Качалин В.В.* Финансовый учет и отчетность в соответствии со стандартами ГААР. — 3-е изд. — М.: Дело, 2000.
18. *Козырев А.Н., Макаров В.Л.* Оценка стоимости нематериальных активов и интеллектуальной собственности. — М.: РИЦ ГШ ВС РФ, 2003.
19. *Ковалев В.В.* Методы оценки инвестиционных проектов. — М.: Финансы и статистика, 2003.
20. *Коупленд Т., Коллер Т., Мурри Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — 2-е изд., стереотип. — М.: Олимп-Бизнес, 2002.
21. *Кэмпбелл Э., Саммерс Лаче К.* Стратегический синергизм. — 2-е изд. — СПб.: Питер, 2004.
22. Международные стандарты оценки: В 2-х т. / Под ред. И.Л.Артеменкова. — М.: РОО, 1995.
23. Международные стандарты оценки. Кн.1: Перевод, комментарии, дополнения / Г.И.Микерин, М.И.Недужий, Н.В.Павлов. — М.: Новости, 2000.
24. Международные стандарты оценки. Кн. 2: Глоссарий к МСО на русском языке и англо-русский словарь / Г.И.Микерин, М.И.Недужий, Н.В.Павлов, Н.Н.Яшина. — М.: Новости, 2000.
25. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. — 2-е изд. — М.: Экономика, 2000.
26. Механизмы купли и продажи бизнеса / Под ред. А.Е.Шаститко. — М.: Теис, 2002.
27. *Модильяни Ф., Миллер М.* Сколько стоит фирма? Теорема ММ. — М.: Дело, 1999.
28. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И.Кошкина — М.: Экмос, 2002.
29. Оценка рыночной стоимости машин и оборудования: Учебно-практическое пособие. — М.: Дело, 1998.

30. Оценочная деятельность: Сборник нормативных документов. — М.: МЦФЭР, 2003.
31. *Прайт III*. Оценка бизнеса: анализ и оценка компаний закрытого типа. — М., 1995.
32. *Пузыня Н.Ю.* Оценка интеллектуальной собственности и нематериальных активов. — СПб.: Питер, 2005.
33. *Радионов С.П., Радионова Н.В.* Оценка инвестиционных ресурсов предприятий (инновационный аспект). — СПб.: Альфа, 2001.
34. *Рид Стэнли Фостер*. Искусство слияний и поглощений / Стэнли Фостер Рид, Александра Рид Лажу; Пер. с англ. — М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
35. *Риполь-Сарагоси Ф.Б.* Основы оценочной деятельности: Учебное пособие. — М.: Приор, 2001.
36. *Рожнова О.В.* Международные стандарты бухгалтерского учета и финансовой отчетности. — М.: Экзамен, 2002.
37. *Рубинштейн Т.Б.* Планирование и расчеты денежных средств фирм и компаний. — М.: Ось-89, 2001.
38. *Рудык Н.Б., Семенкова Е.В.* Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. — М.: Финансы и статистика, 2000.
39. Руководство по оценке стоимости бизнеса / Фишмен Дж. и др.; Пер. с англ. — М.: Квинто-Консалтинг, 2000.
40. *Саати Т.* Принятие решений. Метод анализа иерархий. — М.: Радио и связь, 1993.
41. *Симионова Н.Е., Симионов Р.Ю.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — М.: МарТ; Ростов-на-Дону: МарТ, 2004.
42. *Скотт Марк К.* Факторы стоимости: руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. — М.: Олимп-Бизнес, 2000.
43. *Соловьев М.М.* Оценочная деятельность (оценка недвижимости): Учебное пособие. — М.: ГУ ВШЭ, 2002.
44. *Сорокина Е.М.* Анализ денежных потоков предприятия: теория и практика в условиях реформирования российской экономики. — М.: Финансы и статистика, 2002.
45. *Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — Ростов-на-Дону: Феникс, 2003.
46. *Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б.* Оценка предприятий: доходный подход. — М., 2000.
47. *Уолш К.* Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать, контролировать данные, определяющие стоимость компании / Пер. с англ. — М.: Дело, 2000.
48. Управление стоимостью компании: Учебное пособие / Под ред. М.А.Федотовой и Т.В.Тазихиной. — М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2003.
49. *Федотова М.А., Уткин В.А.* Оценка недвижимости и бизнеса: Учебник. — М.: Тандем; Экмос, 2000.
50. Финансово-кредитный энциклопедический словарь / Под ред. А.Г.Грязновой. — М.: Финансы и статистика, 2002.
51. *Хелферт Э.* Техника финансового анализа / Пер. с англ.; Под ред. Л.П.Белых. — М.: Аудит; Юнити, 1996.
52. *Шеремет А.Д.* Теория экономического анализа. — М.: Инфра-М, 2002.
53. *Эванс Фрэнк Ч., Бишоп Дэвид М.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях: Создание стоимости в частных компаниях / Пер. с англ. — Альпина Паблишер, 2004.
54. *Голубев В.* Как оценить ликвидационную стоимость // Рынок ценных бумаг. — 1997. — №20.
55. *Егоров И.А.* Оценка стоимости отдельных подразделений бизнеса // Вопросы оценки. — 2002. — №4.
56. *Егоров И.А.* Реструктуризация и банкротство: стоимость как критерий принятия решения // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №17.
57. *Ибрагимов Р.* Можно ли управлять стоимостью компании, «капитализируя денежный поток»? // Рынок ценных бумаг. — 2002. — №16.
58. *Идрисов А.* Стратегический потенциал компании — основа оценки бизнеса // Рынок ценных бумаг. — 1998. — №24.
59. *Клейнер В.* Оценка компании — оценка менеджмента // Рынок ценных бумаг. — 1999. — №16.



60. *Кожевников К.* Проблема оценки бизнеса быстрорастущих компаний на развивающихся рынках // Рынок ценных бумаг. — 2003. — №24.
61. *Козырь Ю.* Применение теории опционов в практике оценки // Рынок ценных бумаг. — 1999. — №11.
62. *Козлов А., Салун В.* Сколько стоит закрытая компания? // Рынок ценных бумаг. — 1999. — №16.
63. *Лахшия В.* Применение теории опционов для оценки стоимости бизнеса // Аналитический банковский журнал. — 2001. — №2.
64. *Лещенко М.* Анализ инвестиционной привлекательности компаний // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №14, 15.
65. *Лимитовский М.А., Паламарчук В.П.* Стоимость собственного капитала российской корпорации // Рынок ценных бумаг. — 1999. — №18.
66. *Лысенко К.* Методы оценки компаний — «целей» в процессе враждебных захватов. Российская практика // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №11.
67. *Маренков Ф., Демшин В.* Концепция управления стоимостью предприятия // Управление компанией. — 2001. — №4.
68. *Мордашов С.* Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №15.
69. *Паньшин О.* Механика цены, или Алмазная сутра денежного потока // Рынок ценных бумаг. — 2003. — №12.
70. *Просьянкин Д.* Реструктуризация РАО «ЕЭС России» — источник создания стоимости // Рынок ценных бумаг. — 2003. — №7.
71. *Рудык Н.Б.* Источники создания стоимости в продажах и выделениях // Финансист. — 2002. — №1.
72. *Смирнов И.* О некоторых аспектах рынка слияний и поглощений // Управление компанией. — 2002. — №3.
73. *Филлипс Д.* Value Reporting: время действовать // Рынок ценных бумаг. — 2002. — №12.
74. *Шипов В.* Некоторые особенности оценки стоимости отечественных предприятий в условиях переходной экономики // Рынок ценных бумаг. — 2000. — №18.
75. *Щербакова О.Н.* Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании // Финансовый менеджмент. — 2003. — №1.
76. Гражданский кодекс РФ. Часть первая от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ (с изм. и доп.).
77. Гражданский кодекс РФ. Часть вторая от 26 января 1996 г. №14-ФЗ (с изм. и доп.).
78. Налоговый кодекс РФ. Часть первая от 31 июля 1998 г. №146-ФЗ (с изм. и доп.).
79. Налоговый кодекс РФ. Часть вторая от 5 августа 2000 г. №117-ФЗ (с изм. и доп.).
80. Земельный кодекс РФ от 25 октября 2001 г. №136-ФЗ.
81. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
82. Федеральный закон от 16 июля 1998 г. №102-ФЗ «Об ипотеке (залоге недвижимости)».
83. Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью».
84. Федеральный закон от 21 ноября 1996 г. №129-ФЗ «О бухгалтерском учете».
85. Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах».
86. Федеральный закон от 22 апреля 1996 г. №39-ФЗ «О рынке ценных бумаг».
87. Федеральный закон от 27 июня 1997 г. №122-ФЗ «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним».
88. Федеральный закон от 21 июля 1997 г. №123-ФЗ «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации».
89. Федеральный закон от 8 января 1998 г. №6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)».
90. Федеральный закон от 8 июля 1999 г. №144-ФЗ «О реструктуризации кредитных организаций».
91. Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. №40-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве) кредитных организаций».
92. Постановление Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки».

### **Журналы**

1. Вопросы оценки.
2. Российский оценщик.
3. Рынок ценных бумаг.
4. Управление компанией.
5. Российские журналы по банкам, бухгалтерскому учету, финансам.

### **Адреса сайтов в Интернете**

1. Информационное агентство ПРАЙМ ТАСС — <http://prime-tass.ru>
2. Информационное агентство АК&М — <http://www.akm.ru>
3. Информационное агентство ФИНМАРКЕТ — <http://www.finmarket.ru>
4. Министерство имущественных отношений РФ — <http://www.mgi.ru>
5. Международный комитет по стандартам оценки — <http://www.ivsc.org>
6. Российское общество оценщиков — <http://www.mrsa.ru>
7. Виртуальный клуб оценщиков — <http://www.appraiser.ru>



**ТЕКСТЫ ЛЕКЦИЙ  
УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ  
«ОЦЕНКА БИЗНЕСА»**

# Раздел I

## МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

---

### Тема 1. КОНЦЕПЦИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

#### 1.1. ОЦЕНКА БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ) В РОССИЙСКОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ

Основными нормативно-правовыми актами Российской Федерации, регуливающими оценку стоимости бизнеса (предприятия), являются:

- Гражданский кодекс РФ;
- Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»;
- Постановление Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки».

Гражданский кодекс РФ прежде всего служит основой для проведения экспертизы ресурсов предприятия и прав на них в целях оценки.

Гражданский кодекс РФ предусматривает проведение оценки, когда вкладом в имущество хозяйственного товарищества или общества могут быть деньги, ценные бумаги, другие вещи или имущественные права либо иные права, имеющие денежную оценку.

В Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» определено, что проведение оценки является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ или муниципальным образованиям, в том числе:

- при определении стоимости объектов в целях приватизации, передачи в доверительное управление либо в аренду;
- при использовании в качестве предмета залога;
- при продаже или ином отчуждении;
- при переуступке долговых обязательств;
- при передаче объектов в качестве вклада в уставные капиталы, фонды юридических лиц;
- при возникновении спора о стоимости объектов, в том числе:
  - при национализации имущества;
  - при ипотечном кредитовании;
  - при составлении брачных контрактов;
  - при выкупе или ином изъятии имущества у собственников для государственных или муниципальных нужд;
  - при проведении оценки в целях контроля за правильностью уплаты налогов.

В постановлении Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки» сформулированы стандарты оценки, обязательные к применению субъектами оценочной деятельности, которые подробно будут рассматриваться в дальнейшем.

Проведение оценки бизнеса (предприятия) напрямую предусмотрено и в других федеральных законах, в том числе в сфере рынка ценных бумаг, приватизации, банкротства, залога и ипотеки, и др., что отражено в табл.1.1.

#### 1.2. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ) В МЕЖДУНАРОДНЫХ И ЕВРОПЕЙСКИХ СТАНДАРТАХ ОЦЕНКИ

Международные стандарты оценки (МСО) разрабатываются Международным комитетом по стандартам оценки (МКСО). Новый текст (шестое издание) МСО 2003 принят МКСО 29 апреля 2003 г. Европейские стандарты оценки (ЕСО) разрабатываются Европейской группой ассоциаций оценщиков (ЕГАО). Новый текст ЕСО 2003 принят ЕГАО 29 апреля 2003 г.

**Применения оценки бизнеса, предусмотренные российским законодательством**

Цель применения оценки	Федеральный закон
Установление стоимости выкупаемых паев (акций) в закрытых компаниях типа обществ с ограниченной ответственностью и закрытых акционерных обществ или пая в товариществах при выходе из их состава одного из акционеров (учредителей, пайщиков)	Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью» Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах»
Обоснование правомочности эмиссии новых акций открытыми акционерными обществами	Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. №208-ФЗ «Об акционерных обществах»
Оценка имущественного взноса при вступлении в общество с ограниченной ответственностью, если он делается в виде акций, долей в других предприятиях, прочих ценных бумаг или имущественного комплекса	Федеральный закон от 8 февраля 1998 г. №14-ФЗ «Об обществах с ограниченной ответственностью»
Определение продажной цены предприятий-банкротов	Федеральный закон от 26 октября 2002 г. №127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)»
Определение продажной цены приватизируемых предприятий	Федеральный закон от 21 июля 1997 г. №123-ФЗ «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации»

В Международных и Европейских стандартах оценки имеются специальные руководства по оценке стоимости бизнеса (предприятия), структура которых приведена в табл.1.2. Далее в лекциях будут использованы отдельные положения этих руководств.

Таблица 1.2

**Сопоставление содержания руководств по оценке стоимости бизнеса (предприятия) международных и европейских стандартов оценки**

Международные стандарты оценки. Шестое издание 2003 (МСО 2003)	Европейские стандарты оценки. Пятое издание 2000 (ЕСО 2000)
Международное руководство по оценке №6. Оценка стоимости бизнеса (предприятия)	Руководство 7: Оценка бизнеса (предприятия)
1. Введение	Введение (GN7.01–GN7.04)
2. Сфера применения	Цели оценки и роль оценщика (GN7.05–GN7.07)
3. Определения	Получение данных, документация и источники информации (GN7.08–GN7.09)
4. Взаимосвязь со Стандартами финансовой отчетности	Классификация активов (GN7.10)
5. Руководство	Принципы оценки стоимости бизнеса (GN7.11–GN7.14)
5.1. Цели оценки	Доходный подход. Дисконтированный денежный поток (GN7.15–GN7.29)
5.2.–5.6. Обязанности и профессиональная компетенция оценщика бизнеса	Анализ чувствительности (GN7.30–GN7.36)
5.7. Действующее предприятие	Метод капитализации дохода (GN7.37–GN7.43)
5.8. Осведомленность оценщика относительно текущей рыночной деятельности и тенденций развития	Подход на основе активов (GN7.44–GN7.48)
5.9. Описание задания по оценке бизнеса	Рыночный подход к оценке бизнеса (сравнительный метод) (GN7.49–GN7.51)
5.10. Факторы, которые должен принимать во внимание оценщик бизнеса	Юридические требования (GN7.52)
5.11. Использование финансовых отчетов	Проверка получаемой в результате стоимости (GN7.53)
5.12. Направления анализа финансовых отчетов	Содержание отчета (GN7.54)
5.13. Общие корректировки финансовой отчетности	Профессиональная компетенция и обязанности (GN7.55–GN7.59)
5.14. Подходы к оценке бизнеса	Взаимосвязь со стандартами финансовой отчетности (GN7.60)
5.14.1. Подход к оценке бизнеса на основе активов	
5.14.2. Подход капитализации дохода к оценке бизнеса	
5.14.3. Рыночный подход к оценке бизнеса	
5.15. Процесс согласования	
6. Дата вступления в силу	

В Международном комитете по стандартам оценки полномочным представителем РФ является Российское общество оценщиков. Система стандартов РОО, разработанная в 1995–1996 гг., базировалась на концепциях Международных стандартов оценки и в том числе включала СТО РОО 24-01-96 «Оценка действующего предприятия». В настоящее время система стандартов РОО совершенствуется.

### 1.3. ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ В ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

Международный комитет по стандартам оценки признает следующие четыре типа имущества: недвижимое имущество, движимое имущество, бизнес и финансовые интересы. В разделе «Типы имущества» в Международных стандартах оценки дано следующее определение бизнеса: «Бизнес представляет собой любую коммерческую, промышленную или инвестиционную организацию, или организацию сферы услуг, занимающуюся экономической деятельностью».

«Бизнесы» — это обычно предприятия, ставящие своей целью получение прибыли и работающие для того, чтобы обеспечить потребителей продуктами или услугами. Тесно связанными с понятием «предприятие бизнеса» (*business enterprise*) являются термины (по сути, в этих сочетаниях английских или русских слов содержательных различий нет):

а) «функционирующая компания» (*operating company*), которая представляет собой бизнес, осуществляющий экономическую деятельность, занимающийся изготовлением, продажей или торговлей некоторой продукцией или услугами;

б) «действующее предприятие» (*going concern*), которым является предприятие, обычно рассматриваемое как остающееся в состоянии функционирования в обозримом будущем без намерения или необходимости осуществить его ликвидацию либо без существенного сокращения масштабов его деятельности. Принятие предпосылки о действующем предприятии позволяет оценивать бизнес по стоимости выше ликвидационной и имеет существенное значение для установления рыночной стоимости бизнеса.

Предприятия бизнеса образуются как юридические лица.

Бизнес может быть некорпоративным (индивидуальные предприятия, совместные предприятия, полные и ограниченные партнерства) и корпоративным (закрытые корпорации или закрытые компании, публичные корпорации или открытые компании, акции которых доступны и принадлежат публике). К другим организационно-правовым формам предприятий бизнеса относятся трастовые соглашения, в силу которых правом контроля наделяются индивидуальные или корпоративные доверительные собственники, и множественные организации, в которых соединяются материнские и ассоциированные или дочерние корпорации, интересы партнерств и выполнение доверительных функций.

Предприятия бизнеса распространены в чрезвычайно широкой сфере видов экономической деятельности, охватывающей как частный, так и государственный секторы. Виды бизнеса включают среди прочих изготовление, оптовую торговлю, розничную торговлю, обеспечение жильем, здравоохранение, финансовые и юридические услуги, услуги в области образования и социальные услуги. С точки зрения особенностей оценки выделяются:

- инвестиционные бизнесы или холдинговые компании, которые сохраняют контрольный интерес в дочерних компаниях посредством собственности на акции. Такой бизнес получает отдачу от своих активов;

- объекты имущества, такие как гостиницы, бензозаправочные станции, рестораны и кинотеатры, т.е. по-разному называемые объекты имущества, ассоциированные с предприятием бизнеса, объекты имущества с торговым потенциалом, специализированные объекты торгового имущества или операционные организации. Они обычно продаются на рынке как операционный комплекс, и раздельное установление стоимостей земельного участка, строения, движимого имущества, неосязаемых активов может быть затруднительным.

В состав активов предприятия бизнеса включаются осязаемые (текущие и долгосрочные активы) и неосязаемые активы (искусство управления, ноу-хау в маркетинге, кредитный рейтинг и рабочая сила, исправность оборудования, гудвилл, а также собственность на различные юридические права и инструменты).

Оценщик должен четко определить бизнес, интерес в собственности на бизнес или ценную бумагу, которые оцениваются. Интерес собственности в бизнесе может быть неразделенным, разделенным среди акционеров и (или) включать мажоритарный интерес и миноритарный интерес.

Российское законодательство при определении стоимости бизнеса (предприятия) допускает проведение оценки следующих объектов:

- **предприятия как бизнеса** (предпринимательская деятельность), которым занимается хозяйствующий субъект (юридическое или физическое лицо), которому принадлежит предприятие

как имущественный комплекс; на базе имущественного комплекса хозяйствующим субъектом создается поток доходов, который находит отражение в рыночной стоимости предприятия (бизнеса) и рыночной стоимости ценных бумаг, обращающихся на рынке капитала;

- **предприятия как имущественного комплекса**, т.е. находящихся в собственности хозяйствующего субъекта составляющих предприятие активов либо являющихся его частью; стоимость активов зависит от условий хозяйственного использования предприятия в целом;

- **доли в бизнесе** (в рыночной стоимости капитала участников общества или товарищества) или в рыночной стоимости предприятия как имущественного комплекса.

Термин «бизнес» в российском законодательстве не определен, но употребляется как вспомогательный, не имеющий самостоятельного значения. Основное значение этого термина — предпринимательская деятельность, которая определена в ст.2 Гражданского кодекса РФ следующим образом: «Предпринимательской является самостоятельная, осуществляемая на свой риск деятельность, направленная на систематическое получение прибыли от пользования имуществом, продажи товаров, выполнения работ или оказания услуг, лицами, зарегистрированными в этом качестве в установленном законом порядке».

Понятие «предприятие» в Гражданском кодексе РФ используется в двух разных смыслах: как субъект права и как его объект. Статья 132 ГК посвящена исключительно правовой природе предприятия как объекта права и гласит: «Предприятием как объектом прав признается имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие в целом как имущественный комплекс признается недвижимостью. Предприятие в целом или его часть могут быть объектом купли-продажи, залога, аренды и других сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав. В состав предприятия как имущественного комплекса входят все виды имущества, предназначенные для его деятельности, включая земельные участки, здания, сооружения, оборудование, инвентарь, сырье, продукцию, права требования, долги, а также права на обозначения, индивидуализирующие предприятие, его продукцию, работы, услуги (фирменное наименование, товарные знаки, знаки обслуживания), и другие исключительные права, если иное не предусмотрено законом или договором».

Предприятие может принадлежать на праве собственности (праве хозяйственного ведения или оперативного управления) различным субъектам права, которые занимаются предпринимательской деятельностью. Предприятие как таковое может стать объектом различных сделок, связанных с установлением, изменением и прекращением вещных прав на него. Однако ГК допускает отчуждение и части предприятия с тем, что все остальное имущество, входившее в соответствующий имущественный комплекс, продолжает находиться на праве собственности, праве хозяйственного ведения или оперативного управления у того, кто отчуждает предприятие. Возможно также исключение из передаваемого комплекса определенных прав. Частичная (неполная) передача облегчается тем, что при продаже и сдаче в аренду предприятия в договоре должен быть непременно указан его состав.

В состав предприятия как имущественного комплекса, как правило, входит [Григорьев, 2000, с.52–54]:

**1. Недвижимое имущество:**

- земельный участок;
- здания, сооружения, многолетние насаждения;
- инженерная инфраструктура;
- незавершенное строительство;
- прочие объекты недвижимого имущества.

**2. Движимое имущество и вложения:**

- машины и оборудование, передаточные устройства, вычислительная и измерительная техника, транспортные средства, инструмент, производственный и хозяйственный инвентарь, рабочий и продуктивный скот и другие основные средства;
- капитальные вложения и авансы (включая стоимость неустановленного оборудования);
- долгосрочные (на срок больше года) финансовые вложения (включая вклады предприятия в доходные активы: акции, паи, облигации, векселя и прочие ценные бумаги других предприятий);
- прочие активы по статье «Основные средства и прочие внеоборотные активы».



### 3. **Запасы и затраты:**

- производственные запасы (сырье, материалы, топливо, малоценные и быстроизнашивающиеся предметы, запасные части и пр.);
- незавершенное производство;
- расходы будущих периодов;
- готовая продукция;
- товары и прочие запасы и затраты.

### 4. **Денежные средства и прочие финансовые активы:**

- денежные средства в кассе, на счетах в банке и пр.;
- краткосрочные (до одного года) финансовые вложения предприятия в доходные активы (акции, паи и другие ценные бумаги) других предприятий;
- стоимость отгруженных товаров;
- дебиторская задолженность и др.

### 5. **Прочие активы, не отраженные в балансе:**

- объекты, находящиеся на консервации;
- объекты, находящиеся в запасе или резерве;
- объекты, переданные в аренду или доверительное управление;
- средства, вложенные предприятием, в том числе за рубежом.

### 6. **Нематериальные активы:**

- права пользования водой и другими природными ресурсами;
- авторские права на использование в коммерческих целях продуктов творческой деятельности;
- льготы и другие имущественные права;
- регистрируемые объекты «промышленной собственности» (изобретения, патенты, лицензии, промышленные образцы, товарные знаки и пр.);
- нерегистрируемые объекты «промышленной собственности» (ноу-хау, научные отчеты и монографии, конструкторская и технологическая документация, макеты и опытные образцы, инструкции и методики по эксплуатации и пр.);
- прочие нематериальные активы (бизнес-планы, технико-экономические обоснования, практический опыт организации бизнеса, цена фирменного имени, список клиентов, иная информация конфиденциального характера).

### 7. **Пассивы предприятия:**

- разделы баланса (собственные средства, долгосрочные и краткосрочные кредиты, займы и пр.).

Необходимо различать оценку бизнеса хозяйствующего субъекта, осуществляющего предпринимательскую деятельность, и оценку предприятия как имущественного комплекса. В табл.1.3 приведены подходы к оценке стоимости бизнеса и имущественного комплекса различных авторов.

Таблица 1.3

Подходы к оценке стоимости бизнеса и имущественного комплекса

<i>Валдайцев С.В.</i> Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001. — С.9	Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И.Кошкина. — М.: Экмос, 2002. — С.65	<i>Егоров И.А.</i> Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учебное пособие. — М.: Дело, 2003. — С.38
Оценка бизнеса может быть: а) оценкой компании со всеми ее обязательствами, начатыми осуществляться планами. Ориентируется на продажу фирмы (долей в ней, акций); б) оценкой имущественного комплекса фирмы, т.е. имущества, позволяющего выпускать и продавать продукцию любому, кто приобретет его без обременения обязательствами, ранее возникшими у предприятия. Ориентируется на продажу в «пакете» взаимодополняющего имущества и прав собственности фирмы и (или) ее действующих бизнесов, бизнес-линий, дел	Оценка предприятия как имущественного комплекса — оценка составляющих имущественного комплекса. Не предполагает их последующую аккумуляцию с выявлением дополнительной стоимости. Объекты оценки бизнеса: <ul style="list-style-type: none"><li>• имущественный комплекс;</li><li>• система или портфель прав;</li><li>• способность конкурировать на товарных рынках</li></ul>	Стоимость бизнеса — это стоимость прав, сопутствующих осуществлению предпринимательской деятельности. Понятию стоимости бизнеса эквивалентны понятия стоимости собственного капитала (стоимости средств акционеров). Понятию стоимости предприятия эквивалентны понятия стоимости имущественного комплекса и стоимости инвестированного капитала



## 1.4. ЦЕЛИ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

Четкая и грамотная формулировка цели оценки позволяет оценщику правильно определить вид стоимости и методы оценки. Цели формулируют стороны, заинтересованные в оценке (субъекты). К ним относятся государственные структуры, инвесторы, кредиторы, акционеры, управляющие, поставщики, страховые фирмы и др.

В табл.1.4 приведены цели оценки, сформулированные разными авторами.

Таблица 1.4

Цели оценки бизнеса (предприятия)

Европейские стандарты оценки. Пятое издание 2000 (ЕСО 2000). Руководство 7: Оценка бизнеса (предприятия)	<i>Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.</i> Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001. — С.36	Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И.Кошкина. — М.: Экмос, 2002. — С.67
<p>В число целей, для которых требуется оценка компании, входят:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• продажа или покупка компании;</li> <li>• продажа или покупка подразделения бизнеса;</li> <li>• ликвидация компании;</li> <li>• слияние с другой компанией;</li> <li>• разделение компании на отдельные бизнесы;</li> <li>• обращение за получением финансирования;</li> <li>• налогообложение;</li> <li>• оценка для юридических целей;</li> <li>• неденежные вклады в другие компании;</li> <li>• расчет котировок для фондового рынка;</li> <li>• продажа или покупка долей акционеров</li> </ul>	<p>Оценку бизнеса проводят в целях:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• повышения эффективности текущего управления предприятием, фирмой;</li> <li>• определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке;</li> <li>• определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям;</li> <li>• реструктуризации предприятия;</li> <li>• разработки плана развития предприятия;</li> <li>• определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании;</li> <li>• страхования;</li> <li>• налогообложения;</li> <li>• принятия обоснованных управленческих решений;</li> <li>• осуществления инвестиционных проектов развития бизнеса</li> </ul>	<p>Наиболее характерные случаи, когда возникает потребность в оценке стоимости предприятия:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1) продажа предприятия;</li> <li>2) продажа части имущества предприятия;</li> <li>3) реорганизация и ликвидация предприятия;</li> <li>4) купля-продажа акций предприятия на фондовом рынке;</li> <li>5) купля-продажа доли (вклада) в уставном капитале товарищества или общества с ограниченной ответственностью;</li> <li>6) передача предприятия в аренду;</li> <li>7) осуществление инвестиционных проектов развития предприятия;</li> <li>8) получение кредита под залог имущества предприятия; страхование имущества предприятия;</li> <li>9) определение налоговой базы для исчисления налога на имущество;</li> <li>10) переоценка основных фондов</li> </ol>

Примерами качественно новых практических применений оценки бизнеса являются ситуации, когда оценке необходимо подвергнуть [С.В.Валдайцев, 2001, с.72–73]:

- пакеты акций или доли, вносимые в качестве имущественных взносов при учреждении новых компаний;
- доли в фирмах или имущественных комплексах (бизнесах), предлагаемые в качестве имущественного обеспечения по кредитам;
- максимально приемлемые цены приобретения акций поглощаемых компаний, при которых предотвращается «разводнение» акций поглощающей фирмы;
- обоснованную величину учредительского взноса венчурного инвестора в компанию, создаваемую для осуществления инвестиционного проекта и имеющего перспективу на рост стоимости изначальной доли в уставном капитале;
- соотношения, в которых должны обмениваться активы одних компаний на акции других компаний при реорганизации акционерных обществ (особенно в ходе слияний и поглощений);
- продаваемый бизнес как таковой (не компанию либо долю в ней), что характерно как для рынка купли-продажи имущественных комплексов в малом и среднем предпринимательстве, так и для операций в ходе реализаций имущественных комплексов при ликвидации предприятий, осуществлении внешнего управления и конкурсного производства в процессе банкротства компаний;
- бизнес как предмет страхования деловых рисков или передачи его в доверительное управление.

Опрос топ-менеджеров ведущих российских компаний, проведенный Ассоциацией менеджеров в октябре 2004 г., показал, что оценка стоимости компаний проводится со следующими целями:

- 1) повышение эффективности работы предприятия;
- 2) привлечение инвесторов;
- 3) продажа всей компании;
- 4) выход на фондовые рынки.

## 1.5. ВИДЫ СТОИМОСТИ

Термины «цена», «затраты», «рынок» и «стоимость» определены в Международных стандартах оценки (МСО 2003) следующим образом.

**Цена** (*price*) — денежная сумма, запрашиваемая, предлагаемая или уплачиваемая за товар или услугу. Понятие цены связано с обменом товара или услуг. Продажная цена является историческим фактом. В силу финансовых возможностей, мотивов или особых интересов конкретных покупателя и продавца уплаченная за товары или услуги цена может не соответствовать стоимости, которую могли бы приписать этим товарам и услугам другие лица. Тем не менее цена обычно является индикатором относительной стоимости, устанавливаемой для этих товаров или услуг данным покупателем и (или) продавцом при конкретных обстоятельствах. Цена, уплаченная покупателем за товар или услугу, становится для него затратами на приобретение.

**Затраты** (*cost(s)*) являются ценой, уплаченной за товары или услуги, либо денежной суммой, требуемой для создания или производства товара или услуг. Затраты — это понятие, связанное с производством. После того как товар изготовлен, а услуга оказана, затраты на них становятся историческим фактом.

**Рынок** (*market*) представляет собой среду, в которой товары и услуги переходят от продавцов к покупателям через механизм цен.

**Стоимость** (*value*) является экономическим понятием, касающимся цены, относительно которой наиболее вероятно договорятся покупатель и продавец товара или услуги, доступных для приобретения. Стоимость является не фактом, а расчетной величиной цены конкретных товаров и услуг в конкретный момент времени в соответствии с выбранным толкованием стоимости. Экономическое понятие стоимости отражает рыночный взгляд на выгоды, получаемые тем, кто является собственником данных товаров или пользуется данными услугами на дату оценки.

Для оценки бизнеса (предприятия) используется понятие рыночной стоимости и других видов стоимости, отличных от рыночной стоимости (см. табл.1.5 и табл.1.6).

Таблица 1.5

**Подходы к определению рыночной стоимости**

Международные стандарты оценки (МСО 2003); Европейские стандарты оценки (ЕСО 2000)	Федеральный закон РФ от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»
<p><b>Рыночная стоимость</b> (<i>market value</i>) — это расчетная денежная сумма, за которую состоялся бы обмен имущества на дату оценки между заинтересованным покупателем и заинтересованным продавцом в результате коммерческой сделки после проведения надлежащего маркетинга, при которой каждая из сторон действовала бы, будучи хорошо осведомленной, расчетливо и без принуждения</p>	<p><b>Рыночная стоимость</b> объекта оценки — это наиболее вероятная цена, по которой данный объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т.е. когда:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;</li> <li>• стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;</li> <li>• объект оценки представлен на открытом рынке в форме публичной оферты;</li> <li>• цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки, и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;</li> <li>• платеж за объект оценки выражен в денежной форме</li> </ul>

Виды стоимости, отличные от рыночной стоимости

Международные стандарты оценки. Шестое издание 2003 (МСО 2003)	Европейские стандарты оценки. Пятое издание 2000 (ЕСО 2000)	Постановление Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки»
1. Стоимость в использовании 2. Инвестиционная стоимость или ценность 3. Стоимость действующего предприятия 4. Страховая стоимость 5. Налогооблагаемая стоимость 6. Утилизационная стоимость 7. Ликвидационная стоимость или стоимость при вынужденной продаже 8. Специальная стоимость 9. Стоимость ипотечного кредитования	1. Стоимость существующего использования 2. Стоимость в использовании 3. Стоимость в обмене 4. Стоимость альтернативного использования 5. Стоимость ипотечного кредитования 6. Стоимость действующего предприятия 7. Стоимость собственного капитала 8. Стоимость при вынужденной продаже или ликвидационная стоимость 9. Инвестиционная стоимость 10. Стоимость на открытом рынке 11. Стоимость замещения	1. Стоимость с ограниченным рынком 2. Стоимость замещения 3. Стоимость воспроизводства 4. Стоимость при существующем использовании 5. Инвестиционная стоимость 6. Стоимость для целей налогообложения 7. Ликвидационная стоимость 8. Утилизационная стоимость 9. Специальная стоимость

В Постановлении Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки» приведены следующие формулировки видов стоимости объекта оценки, отличных от рыночной стоимости:

- **стоимость объекта оценки с ограниченным рынком** — стоимость объекта оценки, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров;

- **стоимость замещения объекта оценки** — сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, с учетом износа объекта оценки;

- **стоимость воспроизводства объекта оценки** — сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки, с применением идентичных материалов и технологий, с учетом износа объекта оценки;

- **стоимость объекта оценки при существующем использовании** — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и цели его использования;

- **инвестиционная стоимость объекта оценки** — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях;

- **стоимость объекта оценки для целей налогообложения** — стоимость объекта оценки, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов (в том числе инвентаризационная стоимость);

- **ликвидационная стоимость объекта оценки** — стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в сроки меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов;

- **утилизационная стоимость объекта оценки** — стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки;

- **специальная стоимость объекта оценки** — стоимость, для определения которой в договоре об оценке или нормативном правовом акте оговариваются условия, не включенные в понятие рыночной или иной стоимости, указанной в настоящих стандартах оценки.

Различные виды стоимости могут быть объединены в две основные группы:

- стоимость в обмене как выражение меновой стоимости;
- стоимость в пользовании как выражение потребительной стоимости.

Стоимость действующего предприятия в российских стандартах отсутствует. В международных и европейских стандартах оценки этот вид стоимости определен следующим образом (табл.1.7).

Стоимость действующего предприятия в международных и европейских стандартах оценки

Международные стандарты оценки. Шестое издание 2003 (МСО 2003)	Европейские стандарты оценки. Пятое издание 2000 (ЕСО 2000)
<b>Стоимость действующего предприятия</b> (going concern value) — это стоимость бизнеса как целого, как субъекта хозяйствования, при условии адекватной потенциальной прибыльности или производственного потенциала предприятия, со всеми его активами и обязательствами, с гудвиллом и потенциальными возможностями. Это понятие подразумевает оценку непрерывно функционирующего предприятия, исходя из которой возможно распределение и разделение общей стоимости действующего предприятия по его составным частям в соответствии с их вкладом в общую стоимость, однако сам по себе ни один из этих компонентов не составляет рыночной стоимости	<b>Стоимость действующего предприятия</b> (going concern value) — это стоимость, создаваемая функционированием его испытанного бизнеса. Она является выражением стоимости установившегося бизнеса и выводится из капитализации прибылей этого бизнеса, отражая оборот и условные обязательства. Выведенная таким образом стоимость включает в себя вклад земли, зданий, установок, машин и оборудования, гудвилла и других неосязаемых активов. Стоимость действующего предприятия — это оценка бизнеса, а не имущества отдельных единиц бизнеса

Со стоимостью действующего предприятия неразрывно такое понятие как гудвилл (*goodwill*). В табл.1.8 приведено определение этого термина в соответствии с международными и европейскими стандартами оценки.

Таблица 1.8

Определение гудвилла в международных и европейских стандартах оценки

Международные стандарты оценки. Шестое издание 2003 (МСО 2003)	Европейские стандарты оценки. Пятое издание 2000 (ЕСО 2000)
<b>Гудвилл</b> (стоимость репутации) — это неосязаемый, но реализуемый актив, основанный на вероятности того, что клиенты будут продолжать обращаться в те же помещения, где осуществляется бизнес под конкретным именем и где товары продаются или услуги оказываются с тем же результатом, что, вероятно, существует перспектива продолжать зарабатывать приемлемую прибыль. Гудвилл включает две различные составляющие: гудвилл, который специфичен для имущества или внутренне присущ имуществу, и персональный гудвилл, который ассоциируется с собственником или менеджером. В таком случае элемент гудвилла после продажи имущества исчезнет. Гудвилл — это неосязаемый, но реализуемый актив, возникающий благодаря наименованию, репутации, наличию постоянной клиентуры, местоположению, продуктам и аналогичным факторам, которые нельзя выделить и (или) оценить по отдельности, но которые создают экономические выгоды	<b>Гудвилл</b> — это полная стоимость неосязаемых активов, рассчитанная как разность между стоимостью действующего предприятия и суммой чистых осязаемых активов плюс идентифицируемые неосязаемые активы. Гудвилл может быть индивидуальным (гудвилл бизнеса, нераспределенные нематериальные активы) и персональным. Индивидуальный гудвилл отражает способности, доброе контрактное имя и репутацию бизнеса, имеющего коммерческую стоимость. Он присоединяется к бизнесу, включается в оценку этого бизнеса и передается при его продаже. Персональный гудвилл отражает способности, доброе имя и репутацию, присоединенную к лицу, управляющему бизнесом. Персональный гудвилл не передается при продаже и поэтому не включается в расчетную стоимость, кроме случаев, когда собственник продолжает работать в бизнесе

Перед началом проведения работ по оценке бизнеса (предприятия) оценщику необходимо определиться с видом стоимости. В отчете необходимо отразить оцениваемый вид стоимости и обосновать его выбор. В свою очередь, выбор вида стоимости зависит от цели оценки.

## 1.6. ПРИНЦИПЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

При оценке стоимости бизнеса необходимо соблюдать общеэкономические принципы, которые можно объединить в три группы.

1. Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе или принципы, основанные на представлениях пользователя:

- полезности;
- замещения;
- ожидания.

2. Принципы, связанные с эксплуатацией имущества:

- факторов производства;
- остаточной продуктивности;
- вклада;
- предельной доходности;
- сбалансированности.

3. Принципы, связанные с рыночной средой:

- спроса и предложения;
- конкуренции;
- изменений.

**Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования** (*highest and best use*) — синтез перечисленных трех групп принципов — является основополагающим в оценке объекта собственности. Наиболее эффективное использование определяется в Международных стандартах оценки как наиболее вероятное использование имущества, которое физически возможно, надлежащим образом оправдано, юридически допустимо и финансово осуществимо, и при котором оценка этого имущества дает максимальную величину стоимости.

**1. Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе.**

**Принцип полезности.** Объект собственности обладает стоимостью только тогда, когда он полезен потенциальному собственнику, т.е. способен удовлетворить его потребности в течение определенного периода времени. Чем больше предприятие способно удовлетворять потребность собственника, тем выше его стоимость.

Определение принципа: полезность — это способность объекта собственности удовлетворять потребность владельца в данном месте и в течение данного периода времени.

**Принцип замещения.** Все объекты собственности, несмотря на разнообразие их характеристик, являются сопоставимыми с точки зрения способности удовлетворять определенные потребности или приносить ему доход. Осведомленный покупатель в условиях открытого рынка не заплатит за объект собственности больше суммы затрат на его восстановление.

Определение принципа: максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой или стоимостью, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.

Принцип замещения дает возможность установить верхний предел стоимости оцениваемого имущества.

**Принцип ожидания.** Инвестор вкладывает средства в объект сегодня, так как ожидает от объекта собственности получения потока доходов в будущем. Оцениваемая стоимость — это текущая стоимость всех будущих доходов.

Определение принципа: ожидание — это установление текущей стоимости доходов или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения собственностью.

**2. Принципы, связанные с эксплуатацией имущества.**

**Принцип факторов производства.** Бизнес (предприятие) является производственной системой, доходность которой определяется действием четырех факторов производства: трудом, капиталом, землей и управлением. Чистый доход — результат действия четырех факторов, и поэтому на основе оценки дохода определяется стоимость всей системы. Для оценки предприятия нужно знать долю (вклад) каждого фактора в формирование дохода всей системы.

**Принцип остаточной продуктивности.** В основе стоимости земли лежит ее остаточная продуктивность. Каждый фактор производства должен быть оплачен из чистых доходов, создаваемых экономической деятельностью. Земля имеет какую-либо ценность, когда есть остаток после оплаты всех других факторов производства.

Остаточная продуктивность определяется как чистый доход, отнесенный к земле, после оплаты расходов на труд, капитал и управление.

Предприятие будет оценено выше, если земельный участок способен обеспечивать более высокий доход или минимизировать затраты.

**Принцип вклада.** Вклад — это сумма прироста стоимости объекта в результате внесения какого-либо нового фактора, а не фактические затраты на сам этот фактор.



Добавление любых элементов к объекту оценки оправдано лишь тогда, когда получаемый прирост его стоимости превышает затраты на приобретение этих элементов. Таким образом, включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение этого актива.

*Принцип предельной доходности.* По мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая прибыль имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат до определенного момента, после которого общая отдача хотя и растет, однако уже замедленными темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не станет меньше, чем затраты на добавленные ресурсы.

*Принцип сбалансированности (пропорциональности).* Максимальная стоимость объекта собственности достигается или сохраняется тогда, когда факторы производства экономически сбалансированы. Имеется теоретическая точка равновесия для каждого объекта собственности, которая обеспечивает самый большой доход. Максимальная стоимость предприятия достигается при сочетании оптимальных величин различных факторов производства.

### **3. Принципы, связанные с рыночной средой.**

*Принцип спроса и предложения.* Стоимость объекта определяется соотношением спроса и предложения на данном рынке. Основные закономерности:

- если спрос постоянен, а предложение увеличивается, то цены уменьшаются;
- если спрос постоянен, а предложение уменьшается, то цены увеличиваются;
- если предложение постоянно, а спрос растет, то и цены растут;
- если предложение постоянно, а спрос уменьшается, то и цены уменьшаются.

Цена стабильна тогда, когда между спросом и предложением на рынке устанавливается соответствие.

*Принцип конкуренции.* Конкуренция на рынке возникает среди покупателей, продавцов, которые стремятся заключить выгодную сделку о купле-продаже объекта собственности. Кроме того, каждый объект конкурирует со всеми другими объектами, имеющими аналогичное функциональное назначение. Принцип конкуренции основан на том, что рыночные цены устанавливаются на определенном уровне с учетом конкуренции; возможность получения прибыли порождает конкуренцию, а сверхприбылей — жесткую конкуренцию. Обострение конкуренции ведет к снижению уровня доходов.

При прогнозировании доходов предприятия фактор конкурентной борьбы можно учесть двумя способами: за счет прямого уменьшения потока доходов или путем увеличения фактора риска, что также снизит текущую стоимость будущих доходов.

*Принцип изменений.* Объекты собственности постоянно претерпевают изменения. Они изнашиваются, изменяется техника, технология, сырьевая база. И общество в целом, и индивидуальные объекты переживают четыре фазы развития:

- 1) рост. Период увеличения доходов населения, согласия в обществе;
- 2) стабильность. Период равновесия (отсутствие видимого изменения уровня доходов или убытков);
- 3) упадок. Период социальной нестабильности и уменьшения спроса;
- 4) обновление. Период обновления и возрождения рыночного спроса.

Определение принципа: стоимость объектов собственности, как правило, не остается постоянной, она меняется с течением времени. Оценка должна содержать указание на дату ее проведения.

Все принципы оценки стоимости предприятия взаимосвязаны. Степень значимости каждого принципа определяется конкретной ситуацией.

## **1.7. ФАКТОРЫ, ВЛИЯЮЩИЕ НА СТОИМОСТЬ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)**

При определении стоимости оценщик принимает во внимание различные микро- и макроэкономические факторы, к которым относятся следующие.

*Спрос.* Величина и динамика спроса определяется предпочтениями потребителей, которые зависят от того, какие доходы приносит данный бизнес собственнику, в какое время, с какими рисками это сопряжено, какие возможности контроля и перепродажи данного бизнеса.



**Доход (прибыль).** Доход, который может получить собственник объекта, зависит от характера операционной деятельности и возможности получить прибыль от продажи объекта после использования. Прибыль от операционной деятельности, в свою очередь, определяется соотношением потоков доходов и расходов.

**Время получения доходов.** Большое значение для формирования стоимости предприятия имеет время получения доходов. Одно дело, если собственник приобретает активы и быстро получает прибыль от их использования, и другое дело, если инвестирование и возврат капитала отделены значительным промежутком времени.

**Риск.** На величине стоимости неизбежно сказывается и риск как вероятность получения ожидаемых в будущем доходов.

**Контроль.** Одним из важнейших факторов, влияющих на стоимость, является степень контроля, которую получает новый собственник. Если предприятие покупается в частную собственность или приобретается контрольный пакет акций, то новый собственник получает такие существенные права, как право назначать управляющих, определять величину оплаты труда, формировать стратегию и тактику работы предприятия, продавать или покупать его активы и т.д. В силу того, что покупаются большие права, стоимость и цена, как правило, будут выше, чем в случае покупки неконтрольного пакета акций.

**Ликвидность.** Одним из важнейших факторов, влияющих при оценке на стоимость предприятия и его имущества, является степень ликвидности этой собственности. Рынок готов выплатить премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери части стоимости. Отсюда стоимость закрытых акционерных обществ должна быть ниже стоимости аналогичных открытых обществ.

**Ограничения на бизнес.** Стоимость предприятия реагирует на любые ограничения, которые имеет бизнес. Например, если государство ограничивает цены на продукцию предприятия, то стоимость такого бизнеса будет ниже, чем в случае отсутствия ограничений.

**Соотношение спроса и предложения на аналогичные объекты.** Спрос на предприятие наряду с полезностью зависит также от платежеспособности потенциальных инвесторов, возможности привлечь дополнительный капитал на финансовый рынок. Важным фактором, влияющим на спрос и стоимость бизнеса, является наличие альтернативных возможностей для инвестиций. Спрос зависит не только от экономических факторов. Важны также социальные и политические факторы, такие как отношение к бизнесу в обществе и политическая стабильность. Кроме того, важное значение имеют и перспективы развития данного бизнеса. Обычно стоимость предприятия в предбанкротном состоянии ниже стоимости предприятия с аналогичными активами, но финансового устойчивого.

**Квалификация управленческого персонала.** Этот фактор определяет способность развивать бизнес, поэтому его значение возрастает по мере расширения бизнеса. Кроме того, подготовка персонала имеет свою цену, которую необходимо учитывать при оценке стоимости предприятия.

**Диверсифицированность производства.** Диверсификация производства позволяет повысить устойчивость предприятия к воздействию внешней и внутренней среды. Поэтому стоимость диверсифицированного предприятия будет выше, чем у предприятия, имеющего моноспециализацию.

### Контрольные вопросы

1. Перечислите отраженные в российском законодательстве основные моменты, связанные с необходимостью оценки бизнеса.
2. Какие стандарты оценки Вам известны?
3. В чем заключаются особенности бизнеса и предприятия как объектов оценки?
4. В каких целях осуществляется оценка бизнеса?
5. Чем стоимость отличается от затрат и цены?
6. Дайте определение рыночной стоимости, приведенное в Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
7. Какие отличные от рыночной виды стоимости Вы знаете?
8. Сформулируйте принципы оценки стоимости бизнеса (предприятия).

9. Назовите основные факторы, влияющие на стоимость предприятия.
10. Составьте классификацию внешних и внутренних факторов, влияющих на стоимость предприятия.

### **Литература**

1. Гражданский кодекс РФ. Часть первая от 30 ноября 1994 г. №51-ФЗ. Часть вторая от 26 января 1996 г. №14-ФЗ (с изм. и доп.).
2. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
3. Постановление Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки».
4. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
5. *Егоров И.А.* Стоимость бизнеса: Искусство управления: Учебное пособие. — М.: Дело, 2003.
6. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.
7. Международные стандарты оценки. Кн.1: Перевод, комментарии, дополнения / Г.И.Микерин, М.И.Недужий, Н.В.Павлов. — М.: Новости, 2000.
8. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И.Кошкина — М.: Экмос, 2002.
9. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.
10. Оценка недвижимости: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2002.

## **Тема 2. ТЕХНОЛОГИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)**

### **2.1. ЗАДАНИЕ НА ОЦЕНКУ И ДОГОВОР ОБ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)**

Процесс оценки стоимости бизнеса (предприятия) — это сложный трудоемкий процесс, состоящий из нескольких этапов. Основные требования к процессу оценки стоимости объекта собственности состоят в следующем:

- правильно идентифицировать объект и связанные с ним права;
- учесть цель и предполагаемое использование результатов оценки;
- определить масштабы поиска и сбора данных;
- выявить любые имеющиеся ограничивающие условия;
- определить эффективную дату оценки;
- определить оцениваемый вид стоимости;
- рассмотреть имеющиеся ограничения.

В Постановлении Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки» сформулированы следующие этапы проведения оценки:

- 1) заключение с заказчиком договора об оценке;
- 2) установление количественных и качественных характеристик объекта оценки;
- 3) анализ рынка, к которому относится объект;
- 4) выбор методов оценки в рамках каждого из подходов оценки и осуществление необходимых расчетов;
- 5) обобщение результатов и определение итоговой величины стоимости объекта оценки;
- 6) составление и передача заказчику отчета об оценке.

Рассмотрим перечисленные этапы последовательно применительно к оценке бизнеса.

Подготовка задания на оценку бизнеса начинается с этапа определения проблемы, заключающегося в следующих основных моментах:

- 1) идентификация предприятия;
- 2) выявление предмета оценки;
- 3) определение даты оценки;
- 4) формулирование целей и функций оценки;

- 5) определение вида стоимости;
- 6) ознакомление заказчика с ограничительными условиями.

Далее осуществляется предварительный осмотр предприятия, определяются требования к исходной информации и источникам ее получения, ограничительные условия, состав группы экспертов-оценщиков, составляется задание на оценку (прилагается к отчету об оценке) и календарный план оценки.

В соответствии с Международными стандартами оценки описание задания по оценке бизнеса должно включать следующие сведения:

- 1) идентификацию бизнеса, интерес собственности в бизнесе или ценную бумагу, подлежащие оценке;
- 2) дату оценки;
- 3) толкование стоимости;
- 4) собственника доли;
- 5) цель и использование оценки.

После выполнения этих мероприятий готовится и заключается договор об оценке стоимости бизнеса (обязательные требования к договору об оценке сформулированы в ст.10 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»).

## **2.2. ИНФОРМАЦИОННОЕ ОБЕСПЕЧЕНИЕ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)**

В Международных стандартах оценки перечислены факторы, которые должен принимать во внимание оценщик бизнеса. Всю необходимую для оценки бизнеса информацию можно разделить на четыре группы:

1. Информация макроэкономического и регионального уровней, включающая данные по экономическим перспективам, которые могут повлиять на рассматриваемый бизнес, в том числе политическим перспективам и государственной политике.

2. Информация по состоянию и перспективам конкретной отрасли (или данные о состоянии соответствующего сектора рынка), которые могут повлиять на рассматриваемый бизнес.

3. Информация о компаниях-аналогах или о сопоставимых продажах.

4. Информация о бизнесе, который оценивается.

### ***Состав информации макроэкономического и регионального уровней:***

- 1) стадия экономического цикла;
- 2) занятость населения и уровень жизни;
- 3) процентные ставки и их динамика;
- 4) уровень и динамика инфляции;
- 5) уровень политической стабильности;
- 6) ставки налогов и возможность их изменения в будущем;
- 7) влияние потенциальных изменений в государственном законодательстве или в международных конвенциях;
- 8) информация с рынков капитала, например, достижимая ставка отдачи по альтернативным инвестициям, сделки на фондовом рынке, слияния и поглощения.

### ***Основные источники макроэкономической информации:***

- 1) программы правительства и прогнозы;
- 2) законодательство РФ;
- 3) аналитические обзоры российских информационных агентств;
- 4) аналитические обзоры зарубежных информационных агентств;
- 5) периодическая экономическая печать.

### ***Информация по состоянию и перспективам конкретной отрасли (сектора рынка):***

- 1) рыночный спрос на продукцию;
- 2) основные соотношения (пропорции, коэффициенты) у лидеров отрасли;
- 3) будущий конкурент;
- 4) мощность клиентов и поставщиков;
- 5) нормативно-правовая база;
- 6) рынки сбыта;
- 7) условия конкуренции.

*Основные источники макроэкономической информации:*

- 1) законодательство РФ;
- 2) отраслевые информационные издания;
- 3) периодическая экономическая печать.

**Состав информации о компаниях-аналогах:**

- 1) рыночные цены открыто продаваемых акций или долей в партнерствах либо приобретения долей в бизнесе или бизнесов схожего направления;
- 2) подробные данные о сопоставимых предприятиях: продукция, объем продаж, рынки сбыта, управление, доходность, финансовое состояние, методы бухгалтерского учета и др.;
- 3) критерии, по которым производился отбор предприятий для сравнения.

**Состав информации о бизнесе, который оценивается:**

- 1) характеристика бизнеса, интерес в собственности на бизнес или ценная бумага, подлежащая оценке, в том числе права, привилегии и обязательства, факторы, влияющие на контроль и любые соглашения, ограничивающие продажу или передачу;
- 2) характер, история и перспективы бизнеса;
- 3) активы, обязательства, собственный капитал и финансовое состояние бизнеса;
- 4) способность бизнеса приносить прибыли и выплачивать дивиденды;
- 5) имеет ли бизнес неосязаемую стоимость (патенты, изобретения, ноу-хау, товарные знаки, гудвилл и т.п.);
- 6) предыдущие сделки с долями в бизнесе, являющемся предметом оценки;
- 7) информация о менеджерах высшего уровня и персонале;
- 8) подробные сведения о поставщиках;
- 9) основные средства, запасы, расходы на управление, дивидендная политика;
- 10) прочая информация, которая, по мнению оценщика, нужна.

*Источники информации о бизнесе, которые следует получить от заказчика:*

- 1) документы о регистрации земли, кадастровые выписки и т.п.;
- 2) устав юридического лица, устав акционерного общества, реестр акционеров, книги протоколов и т.п.;
- 3) балансовые отчеты и отчеты о прибылях и убытках за предыдущие годы (прошедшие аудит);
- 4) счета управленческого учета, бюджеты, прогнозы;
- 5) опись фиксированных активов и ценных бумаг;
- 6) контракты с клиентами;
- 7) экологический аудит;
- 8) список обязательств.

Практика оценочной деятельности показывает, что основную часть сведений для использования в расчетах оценщик получает из финансовой отчетности.

**Использование финансовых отчетов.** К основным формам бухгалтерской (финансовой) отчетности, принятым в России, относятся:

- Бухгалтерский баланс (форма №1);
- Отчет о прибылях и убытках (форма №2);
- Пояснения к бухгалтерскому балансу и отчету о прибылях и убытках;
- Отчет об изменениях капитала (форма №3);
- Отчет о движении денежных средств (форма №4);
- Приложение к бухгалтерскому балансу (форма №5).

Перечисленный набор отчетных данных является предпочтительным для комплексного анализа и расчета оценочных показателей стоимости предприятия. Основные формы — это бухгалтерский баланс (форма №1) и отчет о прибылях и убытках (форма №2), а формы 3, 4, 5 раскрывают содержание и движение средств основных статей форм №1 и №2.

Основные направления использования финансовых отчетов — это:

- 1) корректировка данных финансовой отчетности;
- 2) финансовый анализ.

Финансовый анализ и корректировка данных преследуют три цели:

- 1) выявить связи, существующие между показателями отчета о прибылях и убытках и баланса, в том числе тенденций изменения во времени, для того, чтобы оценить риск, присущий операциям данного бизнеса, и перспективы относительно результатов будущей деятельности;
- 2) провести сравнение с аналогичными бизнесами, чтобы оценить параметры риска и стоимости;
- 3) скорректировать данные отчетов за прошлые периоды, чтобы оценить экономические возможности и перспективы бизнеса.

**Корректировка данных финансовой отчетности.** Корректировка данных проводится по следующим основным направлениям:

- 1) инфляционная корректировка;
- 2) нормализация бухгалтерской отчетности;
- 3) трансформация бухгалтерской отчетности.

*Инфляционная корректировка.* Целью инфляционной корректировки является приведение ретроспективной информации к сопоставимому виду, а также учет инфляционного изменения цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконта. Один из основных методов освобождения финансовой отчетности от инфляции — метод учета изменения общего уровня цен. Может быть проведена переоценка всех статей финансовых отчетов по изменению курса рубля относительно курса более стабильной валюты, например доллара.

*Нормализация бухгалтерской отчетности.* Цель — определение доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса. Нормализация отчетности (в отличие от трансформации) производится всегда. Нормализованная финансовая отчетность может использоваться только в целях оценки.

Общие корректировки финансовой отчетности бизнеса проводятся с целью приближения к экономической реальности, как потока доходов, так и баланса, и включают:

- элиминирование влияния чрезвычайных событий на показатели отчета о прибылях и убытках и баланса (если таковые имеются);
- элиминирование влияния позиций, не относящихся к операционной деятельности на показатели отчета о прибылях и убытках и баланса. К таким позициям можно отнести персонал и активы, без которых можно обойтись, излишние активы;
- корректировку амортизации;
- корректировку отчетности по товарно-материальным ценностям;
- корректировку вознаграждения собственника (собственников);
- корректировку затрат на приобретение арендуемых, снимаемых или получаемых по иным контрактам объектов от связанных сторон.

При сравнительном анализе балансовых отчетов предприятий-аналогов и оцениваемого предприятия рекомендуется учитывать различия в применяемых методах бухгалтерского учета, к основным из которых относятся следующие:

- оценка товарно-материальных запасов производится либо по средней себестоимости либо методом ЛИФО, либо методом ФИФО;
- стоимость основных средств погашается по стандартным нормам амортизационных отчислений либо ускоренным способом;
- прибыль от реализации продукции признается либо по мере отгрузки, либо по мере оплаты.

*Трансформация бухгалтерской отчетности.* Трансформация отчетности — это корректировка счетов для приведения к единым стандартам бухгалтерского учета. Трансформация не является обязательной в процессе оценки. Трансформация отчетности производится в целях соответствия:

- 1) Международным стандартам финансовой отчетности (МСФО — IAS), разработанным независимой организацией — Комитетом по международным стандартам финансовой отчетности (КМСФО — IASC);
- 2) стандартами GAAP (вариант МСФО, используемый в США).



Подробно необходимость и методические основы трансформации бухгалтерской отчетности российского предприятия в соответствии с международными стандартами бухгалтерского учета для решения задачи оценки стоимости предприятия изложены в книге: *Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — Ростов-на-Дону: Феникс, 2003. — С.62–93.

**Финансовый анализ.** Финансовый анализ является частью общего, полного анализа хозяйственной деятельности, который состоит из двух взаимосвязанных разделов: финансового анализа и управленческого анализа. Анализ хозяйственной деятельности посвящено значительное количество публикаций российских экономистов, одной из которых является книга А.Д.Шеремета «Теория экономического анализа».

Задачи финансового анализа при оценке бизнеса (предприятия) несколько отличаются от традиционно формулируемых и включают в себя:

- обоснование прогнозных значений доходов и расходов;
- оценку реально сложившегося финансового состояния;
- выявление скрытого или явного банкротства;
- выявление резервов с целью установления реальных возможностей наилучшего и наиболее эффективного использования.

В процессе оценки стоимости бизнеса (предприятия) оценщику необходимо подготовить независимое финансовое заключение, что позволит более обоснованно определить прогнозные денежные потоки и другие показатели, формирующие стоимость бизнеса.

При подготовке независимого финансового заключения в общем случае оценщик может пользоваться нерегламентированной методикой финансового анализа. Такие методики приведены подробно в следующих источниках: *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001; *Симионова Н.Е., Симионов Р.Ю.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — М.: МарТ, Ростов-на-Дону: МарТ, 2004; *Шеремет А.Д.* Теория экономического анализа. — М.: Инфра-М, 2002.

В целях обеспечения единого методического подхода при проведении финансового анализа в случаях банкротства Приказом от 23 января 2001 г. №16 Федеральной службой России по финансовому оздоровлению и банкротству утверждены «Методические указания по проведению анализа финансового состояния организаций».

Нерегламентированные методики финансового анализа включают следующие основные направления:

- анализ финансовых результатов;
- анализ финансового состояния;
- анализ эффективности финансово-хозяйственной деятельности.

Основными методами финансового анализа являются:

- горизонтальный (временной);
- вертикальный (структурный);
- трендовый;
- сравнительный (пространственный);
- коэффициентный (вычисление относительных показателей);
- факторный.

Одно из основных направлений финансового анализа — анализ финансового состояния предприятия — включает следующие этапы:

- общая оценка динамики и структуры статей бухгалтерского баланса;
- анализ финансовой устойчивости предприятия;
- анализ ликвидности баланса;
- анализ финансовых коэффициентов.

Подробное описание всех этапов приведено в книге: *Шеремет А.Д.* Теория экономического анализа. — М.: Инфра-М, 2002. — С.226–248.

В целях финансового анализа можно использовать большое количество коэффициентов, однако оценщик выбирает наиболее важные с его точки зрения пропорции с учетом целей оценки. Важным требованием использования коэффициентов в сравнительном подходе является единая методика расчетов по сравнению с компаниями-аналогами. С точки зрения оценки наиболее



важные коэффициенты можно объединить в пять основных групп показателей, которые представлены в табл.2.1.

Таблица 2.1

Сводная таблица финансовых коэффициентов

Показатели рентабельности	Показатели деловой активности	Показатели устойчивости финансового состояния	Показатели ликвидности	Показатели рыночной активности
Коэффициенты				
Рентабельности активов по прибыли (экономической рентабельности)	Общей капиталоотдачи Фондоотдачи	Автономии Соотношения собственных и заемных средств Маневренности	Абсолютной ликвидности (абсолютного покрытия) Быстрой или немедленной ликвидности (промежуточного покрытия)	Прибыль на акцию Цена / Прибыль на акцию
Рентабельности собственного капитала по чистой прибыли (финансовой рентабельности)	Оборачиваемости оборотных активов Оборачиваемости запасов	Обеспечения оборотных активов собственными источниками формирования	Текущей ликвидности (общего покрытия)	Рыночная стоимость акций / Балансовая стоимость акций
Рентабельности производственных фондов (экономической эффективности производственного имущества)	Оборачиваемости дебиторской задолженности			

Результаты финансового анализа могут быть использованы следующим образом.

**Анализ показателей в денежном выражении** используется для установления тенденций изменения во времени показателей по счетам доходов и расходов и связей между ними, относящихся к доле бизнеса. Эти тенденции и связи используются для оценки потока доходов, ожидаемого в будущем, наряду с капиталом, необходимым для того, чтобы бизнес обеспечивал этот поток доходов.

**Анализ величин, выраженных в процентах**, позволяет сопоставить показатели по счетам отчета о прибылях и убытках с объемом поступлений и показатели по счетам баланса с суммарными активами. Анализ процентных долей используется для сравнения тенденций изменения соотношений (между общим объемом поступлений и показателями расходов или между показателями по счетам баланса) для рассматриваемого бизнеса во времени, а также сходными с ним бизнесами.

**Анализ в терминах финансовых соотношений (коэффициентов)** используется для сопоставления относительного риска рассматриваемого бизнеса для различных периодов времени, а также сходными с ним бизнесами.

### 2.3. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

В Международных и Европейских стандартах оценки традиционно существует классификация подходов к оценке по используемым исходным данным, которая для бизнеса представлена в табл.2.2.

Таблица 2.2

Подходы и методы оценки бизнеса, предусмотренные в МСО и ЕСО

Международные стандарты оценки Международное руководство по оценке №6. Оценка стоимости бизнеса (предприятия)	Европейские стандарты оценки Руководство 7: Оценка бизнеса (предприятия)
Подход к оценке бизнеса на основе активов Доходный подход. Методы: капитализации дохода; дисконтирования денежного потока или дивидендов Рыночный подход к оценке бизнеса	Доходный подход. Методы: дисконтированного денежного потока; капитализации дохода Подход на основе активов Рыночный подход (сравнительный метод)

Каждый из этих подходов отражает разные стороны оцениваемого бизнеса, опирается на специфическую информацию, вместе с тем применение того или иного подхода возможно лишь при наличии необходимых условий.

В российской практике оценки существует следующая трактовка подходов к оценке бизнеса (предприятия).

**Доходный подход** (*income approach*) — общий способ определения стоимости предприятия и (или) его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на расчете ожидаемых доходов.

Доходный подход основывается на допущении, что рациональный инвестор (будущий владелец) не заплатит за предприятие сумму больше, чем сумма доходов, которые предприятие принесет ему в будущем. Поэтому задача сводится к прогнозированию деятельности компании на перспективу и определению величины доходов, приносимых собственным капиталом. При этом учитывается, что будущие доходы, если их оценивать сегодня, будут меньше на величину упущенной выгоды.

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые и после их перепродажи новым владельцам последними не планируется закрыть (ликвидировать). Этот подход является наиболее приемлемым для оценки бизнеса. Он основан на применении оценочного принципа ожидания.

**Рыночный (сравнительный) подход** (*market approach*) — общий способ определения стоимости предприятия и (или) его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных на сравнении данного предприятия с аналогичными уже проданными предприятиями.

Рыночный подход, называемый в оценке бизнеса методом компании-аналога, базируется на допущении, что наибольшая стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, которая может быть получена за аналогичное предприятие. Основная идея этого метода — найти предприятия-аналоги, у которых известны либо цена акций, либо цена сделки при приобретении предприятия. Далее при расчетах исходят из гипотезы о прямой пропорциональности цены и некоторых финансовых показателей (например, чистой прибыли на акцию). Следовательно, если мы знаем соотношение цены и чистой прибыли на акцию аналога, то мы можем рассчитать цену акций своего предприятия, умножив свою чистую прибыль на полученное по аналогу соотношение.

Рыночный подход особенно эффективен в условиях существования активного рынка сопоставимых объектов собственности. Он основан на применении принципа замещения и принципа вклада и используется для оценки предприятия как действующего.

**Имущественный (затратный) подход** (*asset based approach*) — общий способ определения стоимости предприятия и (или) его собственного капитала, в рамках которого используется один или более методов, основанных непосредственно на исчислении стоимости активов предприятия за вычетом обязательств.

Имущественный подход исходит из того, что стоимость предприятия соответствует затратам, которые понес владелец. Все затраты как текущего, так и капитального характера материализуются в имуществе предприятия. Деятельность компании может финансироваться и за счет заемного капитала. Задача определения стоимости собственного капитала сводится к расчету рыночной стоимости всех активов предприятия, которая затем уменьшается на величину заемного капитала.

Имущественный подход — это естественный подход для оценки предприятия, которое будет закрываться с распродажей имущества по его рыночной стоимости. Оценка ликвидационной стоимости предприятия осуществляется в рамках этого подхода. Подход используется для определения стоимости предприятия как действующего только в следующих случаях:

- если оцениваемое предприятие относится к категории финансовых компаний с преобладающей долей финансовых активов. Их рыночная стоимость либо берется с фондового рынка, либо специально оценивается исходя из ожидаемых по активу доходов (используется доходный подход);
- если оцениваемое предприятие имеет повышенную долю нематериальных активов, которые ценны лишь тогда, когда они используются.

Подход основан на принципах замещения, наилучшего и наиболее эффективного использования, сбалансированности, экономического разделения.

При выборе методов оценки бизнеса необходимо учитывать область применения, цели, преимущества и недостатки, которые несет в себе каждый подход и метод. Перечисленные

подходы и методы не только не являются взаимоисключающими, но и дополняют друг друга. При оценке бизнеса в зависимости от целей оценки, искомой стоимости, поставленных условий, состояния объекта и экономической среды используют сочетание нескольких методов, наиболее подходящих в данной ситуации.

Грамотный подход к бизнесу однозначно требует, чтобы любая его оценка делалась в расчете на изначально указываемые сценарии (цели) развития (определения стоимости) предприятия, которых, в принципе, может быть два:

- 1) оценка предприятия как действующего (*on-going-concern*);
- 2) оценка ликвидационной стоимости предприятия (в расчете на его ликвидацию, подразумевающую прекращение бизнеса).

Характеристика подходов к оценке бизнеса приведена в табл.2.3.

Таблица 2.3

**Сравнительная характеристика подходов к оценке бизнеса, принятых в российской практике оценки**

Доходный подход	Сравнительный подход	Затратный подход
<b>Сущность подхода</b>		
В основе подхода — определение текущей стоимости будущих доходов. Наиболее точно определяет рыночную стоимость предприятия	Подход основан на сопоставлении стоимости оцениваемого предприятия со стоимостью предприятия-аналога. Дает завышенную (оптимистическую) оценку стоимости предприятия	Подход основан на анализе активов предприятия. Дает заниженную (пессимистическую) оценку стоимости предприятия
<b>Методы оценки стоимости бизнеса (предприятия)</b>		
1. Метод дисконтированных денежных потоков 2. Метод капитализации доходов	1. Метод рынка капитала 2. Метод сделок 3. Метод отраслевых коэффициентов	1. Метод накопления активов 2. Метод стоимости чистых активов 3. Метод ликвидационной стоимости
<b>Информационная база</b>		
Прогнозные данные о величине денежного потока и ставке дисконта	Реальные рыночные цены на акции сопоставимых компаний	Данные о состоянии активов и задолженности предприятия
<b>Преимущества подхода</b>		
Учитывает будущие условия деятельности предприятия. Отражает потенциальную доходность бизнеса. Учитывает риск инвестиций, возможные темпы инфляции, ситуацию на рынке через ставку дисконта, экономическое устаревание предприятия	Отражает реальную практику хозяйствования (оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи сходных объектов). Полностью рыночный метод (реально отражает спрос и предложение на данный объект)	Основан на достоверной фактической информации о состоянии имущественного комплекса. Целесообразно использовать для оценки стоимости вновь созданных предприятий, холдингов, а также предприятий, обладающих значительными нематериальными и финансовыми активами
<b>Недостатки подхода</b>		
Носит умозрительный, вероятностный характер. Трудоемкий прогноз будущих доходов. Сложно определить ставку дисконта и ставку капитализации будущих доходов. Практически не применим для оценки быстрорастущих компаний	Основан на прошлых событиях и не принимает в расчет будущие условия развития предприятия. Необходима доступная информации по достаточному количеству сопоставимых предприятий. Необходимо делать сложные корректировки и вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты	Статичен, не учитывает перспективы развития предприятия, его будущую доходность

Вне зависимости от того, рассчитана ли стоимость бизнеса методами, основанными на прогнозе на будущее, или же за основу берутся ретроспективные данные, оценка бизнеса опирается на ряд ключевых переменных. Их относительная важность может быть различной в зависимости от конкретной ситуации, но на заключение о стоимости влияют такие внутренние переменные, требующие корректировки, как:

- 1) размер оцениваемой доли бизнеса (контрольная или миноритарная);
- 2) наличие голосующих прав;
- 3) ликвидность доли и (или) бизнеса;
- 4) положения, ограничивающие права собственности;
- 5) финансовое положение оцениваемого объекта.

## 2.4. МЕТОДЫ СОГЛАСОВАНИЯ РЕЗУЛЬТАТОВ, ПОЛУЧЕННЫХ С ИСПОЛЬЗОВАНИЕМ ТРЕХ ПОДХОДОВ К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

Согласно российскому законодательству оценщик обязан использовать три подхода или обосновать отказ от использования какого-либо подхода к оценке.

Заключительным этапом оценки является согласование результатов, полученных доходным, рыночным и имущественным подходами и приведение стоимостных показателей к единой итоговой величине стоимости объекта оценки. Этот вопрос является достаточно сложным, неоднозначным, самостоятельным предметом исследования.

Признанным способом согласования результатов оценки считается метод средневзвешенной величины итоговой величины стоимости:

$$C_{ит} = C_{дп} \times K_1 + C_{рп} \times K_2 + C_{зп} \times K_3,$$

где  $C_{ит}$  — итоговая величина стоимости объекта оценки;  
 $C_{дп}$  — стоимость, полученная доходным подходом;  
 $C_{рп}$  — стоимость, полученная рыночным подходом;  
 $C_{зп}$  — стоимость, полученная затратным подходом;  
 $K_1, K_2, K_3$  — соответствующие экспертные весовые коэффициенты, в отношении которых выполняется следующее равенство:  $K_1 + K_2 + K_3 = 1$ .

При определении результирующей стоимости по вышеприведенной формуле вопрос сводится к определению весовых коэффициентов. Эта процедура плохо формализуется и, как правило, назначение весовых коэффициентов рекомендуют осуществлять экспертными методами. Одним из таких методов, широко используемых в практике оценки, является метод анализа иерархий Томаса Саати.

Весовые коэффициенты определяются на основе парных сравнений стоимостей, полученных тремя подходами. При определении степени разности в доверии (предпочтении) одного результата оценки по отношению к другому принимается во внимание следующее:

- выбирается стандартная шкала оценок, например, 10-балльная, от 0 до 9;
- минимальное значение — 1/9;
- максимальное значение — 9.

Рекомендуется следующая связь количественных значений шкалы с качественными характеристиками:

- 0 — не сравнимы;
- 1 — одинаковы (отсутствие различия в уровне доверия);
- 3 — небольшое отличие в уровне доверия;
- 5 — значительное отличие в уровне доверия;
- 7 — большое отличие в уровне доверия;
- 9 — очень большое отличие в уровне доверия.

После определения количественных характеристик оценка ведется в матричной форме (табл.2.4).

**Матрица анализа иерархий**

Таблица 2.4

Параметры	$C_1$	$C_2$	$C_3$	Сумма оценок по строкам	Доля влияния
$C_1$	1	$C_1 / C_2$	$C_1 / C_3$	$\sum C_{1j}$	$\sum C_{1j} / \sum C_{ij}$
$C_2$	$C_2 / C_1$	1	$C_2 / C_3$	$\sum C_{2j}$	$\sum C_{2j} / \sum C_{ij}$
$C_3$	$C_3 / C_1$	$C_3 / C_2$	1	$\sum C_{3j}$	$\sum C_{3j} / \sum C_{ij}$
				$\sum C_{ij}$	

При применении этого метода увеличивается объем выборки экспертных оценок, поскольку анализируемые параметры сравниваются не только непосредственно, но и опосредованно. Этот эффект усиливается с увеличением числа обрабатываемых результатов. Такой случай может возникнуть при применении нескольких методов в каждом подходе. Например, в доходном подходе

оценщик может применить метод капитализации прибыли и анализа дисконтирования денежного потока.

Прямые и опосредованные сравнения могут помочь в выявлении случайных ошибок экспертов. Полученные таким образом доли влияния можно принять за весовые коэффициенты.

Основными критериями, определяющими влияние каждого из подходов (методов) на итоговую оценку стоимости, являются:

- цель оценки объекта;
- возможность отразить действительные намерения потенциального покупателя;
- достоверность и достаточность информации, на которой проводится анализ;
- способность учитывать специфические особенности объекта, влияющие на его стоимость.

## 2.5. ОТЧЕТ ОБ ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

**Оформление результатов оценки.** Последний этап процесса оценки заключается в составлении отчета об оценке, который является итогом работы оценщика.

Отчет об оценке — это письменный документ, отвечающий всем требованиям Закона «Об оценочной деятельности в РФ» и профессиональной этики, понятным и доступным образом отражающий ход процесса оценки и содержащий в себе использованные оценщиком исходные данные, их анализ, выводы и итоговую величину стоимости.

Общие минимальные требования к содержанию отчета об оценке приведены в ст.11 Федерального закона от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации». Вся иная сверх этого информация, включаемая оценщиком в отчет, должна подчиняться одной цели — отчет как документ должен иметь доказательный характер.

Приложение к отчету об оценке может содержать фотографии, зарисовки и карты, не включенные в основные разделы. Важными являются разделы отчета, описывающие допущения и ограничения, сделанные оценщиком. Допущения — это утверждения, сделанные оценщиком в процессе оценки на основе его профессионального мнения, но не подкрепленные фактическими данными. Задача оценки стоимости всегда решается в рамках некоторых ограничений, которые также приводятся в отчете.

Европейскими стандартами оценки (Руководство 7: Оценка бизнеса (предприятия)) предусмотрено, что в отчете об оценке бизнеса должны содержаться следующие основные пункты:

- подпись и сертификация оценщика;
- рамки оценки;
- вид стоимости;
- цель оценки, допущения и ограничительные условия;
- использование оценки;
- дата оценки;
- интерес, который оценивался;
- другие типы собственности в рассматриваемой компании, если они влияют на стоимость;
- предпосылки и допущения, имеющие существенное значение для оценки;
- список и анализ использованных при оценке документов, данных и источников информации;
- пояснение данных и источников информации, использованных для анализа бизнеса и конъюнктуры рынка;
- заявление оценщика, что факты, содержащиеся в отчете, считаются истинными и точными;
- доверие оценщика к используемым данным и проверка данных оценщиком;
- даты посещения бизнеса;
- классификация активов бизнеса (требуемые для функционирования бизнеса и излишние активы);
- финансовый анализ;
- методология оценки.



Типовая структура отчета об оценке бизнеса, принятая в российской оценочной практике, содержит следующие основные разделы:

- задание на оценку;
- используемая терминология;
- используемые стандарты;
- сертификат качества оценки;
- основные предположения и ограничивающие условия;
- перечень документов, использованных при оценке как источник информации;
- содержание процесса оценки;
- анализ социально-экономической ситуации в России;
- краткая характеристика региона;
- анализ соответствующего сектора рынка;
- краткая характеристика бизнеса (предприятия);
- анализ финансового состояния бизнеса предприятия;
- исследование данных по сопоставимым предприятиям;
- обзор подходов и методов оценки бизнеса (предприятия);
- определение стоимости бизнеса (предприятия) тремя подходами;
- согласование результатов;
- приложения.

Подробный пример отчета об оценке рыночной стоимости бизнеса приведен в книге: *Симионова Н.Е., Симионов Р.Ю. Оценка стоимости предприятия (бизнеса)*. — М.: МарТ; Ростов-на-Дону: МарТ, 2004. — С.354–443.

## 2.6. ВРЕМЕННАЯ ОЦЕНКА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ

Принятие решения о вложении капитала определяется, в конечном счете, величиной дохода, который инвестор предполагает получить в будущем. В основе расчетов лежит теория изменения стоимости денег во времени. Деньги, являясь специфическим товаром, со временем изменяют свою стоимость и, как правило, обесцениваются.

Изменение стоимости денег происходит под влиянием ряда факторов, важнейшими из которых можно назвать инфляцию и способность денег приносить доход при условии разумного инвестирования в альтернативные проекты.

Приведение денежных сумм, возникающих в разное время, к сопоставимому виду называется *временной оценкой денежных потоков*.

Временная оценка денежных потоков основана на использовании шести функций сложного процента, или шести функций денежной единицы:

- 1) накопленная сумма единицы (будущая стоимость единицы);
- 2) накопление (рост) единицы за период (будущая стоимость аннуитета);
- 3) фактор фонда возмещения (периодический взнос в фонд накопления);
- 4) текущая стоимость единицы (реверсии);
- 5) текущая стоимость единичного аннуитета;
- 6) взнос на амортизацию единицы (периодический взнос на погашение кредита).

Все шесть функций строятся с использованием общей базовой формулы сложного процента. Выделяют три основные функции, а остальные получают как обратные к ним величины.

Обобщающие данные по функциям сложного процента приведены в табл.2.5. Основные обозначения, использованные в табл.2.5:

- FV (Future Value) — будущая стоимость;
- PV (Preset Value) — текущая стоимость;
- PMT (payment) — платеж;
- r — ставка процента;
- n — число периодов начисления.

## Функции сложного процента

Прямые функции	Обратные функции
Графа 1*. Накопленная сумма единицы (будущая стоимость единицы) $FV = PV (1 + r)^n$	Графа 4. Текущая стоимость единицы (реверсии) $PV = FV / (1 + r)^n$
Графа 2. Накопление (рост) единицы за период (будущая стоимость аннуитета) $FV = PMT ((1 + r)^n - 1) / r$	Графа 3. Фактор фонда возмещения (периодический взнос в фонд накопления) $PMT = FV r / ((1 + r)^n - 1)$
Графа 5. Текущая стоимость единичного аннуитета $PV = PMT (1 - 1 / (1 + r)^n) / r$	Графа 6. Взнос на амортизацию единицы (периодический взнос на погашение кредита) $PMT = PV r / (1 - 1 / (1 + r)^n)$

\*Здесь и далее имеются в виду графы международных таблиц шести функций сложного процента.

Подробно шесть функций денежной единицы рассмотрены в следующих источниках: Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000. — С.39–57; Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — Ростов-на-Дону: Феникс, 2003. — С.28–44; Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. Оценка предприятий: доходный подход. — М., 2000. — С.22–43.

## Контрольные вопросы

1. Какие сведения о бизнесе (предприятии) должны быть включены в задание на оценку?
2. Что входит в состав информации об оцениваемом бизнесе и какие источники для получения этой информации используются?
3. Перечислите направления корректировки финансовой отчетности?
4. В каких целях осуществляется финансовый анализ?
5. Какие коэффициенты используются для оценки устойчивости финансового состояния?
6. Проведите сравнение доходного, рыночного и имущественного подходов к оценке бизнеса.
7. Как осуществляется расчет итоговой величины стоимости бизнеса?
8. Назовите прямые и обратные функции сложного процента.

## Литература

1. Федеральный закон от 29 июля 1998 г. №135-ФЗ «Об оценочной деятельности в Российской Федерации».
2. Постановление Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки».
3. Анализ финансовой отчетности: Учебное пособие / Под ред. О.В.Ефимовой, М.В.Мельник. — М.: Омега-Л, 2004.
4. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.
5. Организация и методы оценки предприятия (бизнеса): Учебник / Под ред. В.И.Кошкина — М.: Экмос, 2002.
6. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.
7. Симионова Н.Е., Симионов Р.Ю. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — М.: МарТ; Ростов-на-Дону: МарТ, 2004. — С.354–443.
8. Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А. Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — Ростов-на-Дону: Феникс, 2003. — С.28–44.
9. Шеремет А.Д. Теория экономического анализа. — М.: Инфра-М, 2002.

## Раздел II

# ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

---

### Тема 3. ДОХОДНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

#### 3.1. МЕТОДОЛОГИЯ ДОХОДНОГО ПОДХОДА

Доходный подход к оценке бизнеса состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе тех доходов, которые оно способно в будущем принести своему владельцу (владельцам), включая выручку от продажи того имущества («нефункционирующих» или «избыточных» активов), которые не понадобятся для получения этих доходов.

Будущие доходы (по умолчанию предполагается — чистые, т.е. очищенные от затрат) предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления, т.е. того факта, что владелец(цы) предприятия сможет их получить лишь позднее. Добавляемая к указанным доходам стоимость «нефункционирующих» («избыточных») активов учитывается на уровне их рыночной (не балансовой) стоимости, точнее, как вероятная цена их срочной (в течение текущего периода) продажи.

Применительно к общепринятым стандартам оценки бизнеса максимально приемлемая для любого потенциального покупателя (инвестора) стоимость предприятия, определенная согласно доходному подходу к оценке бизнеса, представляет собой сумму всех приведенных по фактору времени доходов с бизнеса (с инвестиции), которое может получить предприятие и его владелец(цы). Иначе говоря, действует принцип: за товар (бизнес) заплатят по максимуму столько, сколько он может принести дохода (полезности) покупателю. Капиталовложения, сделанные ранее в бизнес прежним владельцем(ами), не имеют, таким образом, отношения к цене бизнеса.

Применяя доходный подход, оценивают стоимость бизнеса в представлении того инвестора, который имеет или будет иметь 100%-ный контроль над данным предприятием. Объясняется это тем, что оценивать предприятие по его будущим чистым доходам разумно лишь для того, кто в состоянии в любых (стандартных, в виде дивидендов и роста рыночной стоимости акций, или нестандартных, но законных) формах изъять с предприятия зарабатываемые им доходы.

Прогнозируемые доходы предприятия, которые обладающий контролем над ним инвестор способен изъять из предприятия, могут учитываться в виде:

- бухгалтерских прибылей и убытков;
- денежных потоков.

Наиболее точный анализ будущих доходов и оценка предприятия имеют место, когда будущие доходы выражаются в показателях денежных потоков. Поэтому доходный подход будем изначально рассматривать на основе использования денежных потоков как главного измерителя доходов предприятия и источников доходов для его инвесторов. Хотя это не исключает применения показателя прибылей для характеристики доходов с бизнеса. Однако следует иметь в виду возможные существенные искажения рассчитываемых прибылей вследствие разрешения законом производить ускоренную и замедленную амортизацию основных фондов, учитывать стоимость покупных ресурсов в себестоимости реализованной продукции методами типа LIFO и FIFO.

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые и после перепродажи новым владельцам последними не планируется закрыть (ликвидировать). Он предполагает рассмотрение предприятия в качестве так называемой бизнес-линии (продуктовой линии), если предприятие выпускает только одну продукцию, или совокупности бизнес-линий, если предприятие является диверсифицированным, т.е. выпускает несколько видов товаров и услуг.

В рамках доходного подхода традиционно выделяют два основных метода (или две группы методов): *дисконтирования* и *капитализации*. Содержание обоих методов составляют прогнозирование будущих доходов предприятия и их преобразование в показатель текущей (приведенной)

стоимости. Главное различие методов в том, что при капитализации, как правило, берется так называемый репрезентативный доход (чистая прибыль, прибыль до уплаты налогов, валовая прибыль) за один временной период (обычно год), который преобразуется в показатель текущей стоимости путем простого деления на ставку капитализации.

При дисконтировании выстраивается прогноз будущих доходов (в этой роли обычно выступает поток денежных средств — *cash-flow*) по нескольким периодам, затем они по отдельности приводятся к текущей стоимости по формулам сложного процента. Необходимым и обязательным условием применения метода капитализации является допущение: в обозримом будущем доходы бизнеса останутся примерно на одном уровне. Применение метода дисконтирования этим не обусловлено, он более объективен и детален. По отзывам западных специалистов, в 90% случаев использования доходного подхода для оценки средних и крупных предприятий применяется именно этот метод. Его наиболее распространенное название — *метод дисконтированных денежных потоков* (ДЦП).

### 3.2. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ: СУЩНОСТЬ И ТЕХНОЛОГИЯ РЕАЛИЗАЦИИ

Метод дисконтированных денежных потоков (ДЦП) может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Тем не менее существуют ситуации, когда он объективно дает наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия. Применение данного метода наиболее обоснованно для оценки предприятий, имеющих определенную историю хозяйственной деятельности (желательно прибыльной) и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития.

Данный метод в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки (хотя и отрицательная величина стоимости бизнеса может быть фактом для принятия управленческих решений). Следует соблюдать разумную осторожность в применении этого метода для оценки новых предприятий, пусть даже и многообещающих. Отсутствие ретроспективы прибылей затрудняет объективное прогнозирование будущих денежных потоков бизнеса.

Подход, основанный на дисконтировании будущих доходов, должен применяться тогда, когда будущие операции могут быть осмысленно оценены и ожидается, что они существенно отличаются от текущих операций в результате действия иных факторов, нежели нормальный темп роста. Также данный подход может быть удобным, когда отрасль, к которой принадлежит компания, носит циклический характер и компания достигает или высшей, или низшей точки ее цикла. Теоретически подход, основанный на дисконтировании будущих доходов, является одним из лучших подходов к оценке стоимости компании. Однако он может не приниматься некоторыми пользователями отчета об оценке, поскольку опирается на события, которые только ожидаются в будущем. Стоимость, полученная с применением этого подхода, настолько же точна, насколько точен прогноз будущих доходов и денежного потока, а эти будущие условия порой не могут прогнозироваться с достаточной достоверностью, делающей их применимыми в расчетах.

Формула определения стоимости компании с использованием подхода, основанного на дисконтировании доходов, имеет следующий вид:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{FV_n}{(1+i)^n},$$

где  $PV$  — текущая стоимость будущего потока выгод;

$FV_n$  — ожидаемые денежные потоки в год  $n$ ;

$N$  — количество лет, для которых дисконтируются денежные потоки.

Последовательность реализации методики дисконтированного денежного потока выглядит следующим образом.

**Этап 1.** Определяется величина прогнозного периода. Это может быть период владения оцениваемым предприятием или период времени, на который можно получить реальные прогнозные значения о будущих денежных потоках. В качестве прогнозного берется и период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании не стабилизируются (предполагается,

что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов).

Определение адекватной продолжительности прогнозного периода — непростая задача. С одной стороны, чем длиннее прогнозный период, тем больше число наблюдений и тем более обоснованным с математической точки зрения выглядит итоговая величина текущей стоимости предприятия. С другой стороны, чем длиннее прогнозный период, тем сложнее прогнозировать конкретные величины выручки, расходов, темпов инфляции, потоков денежных средств. По сложившейся в странах с развитой рыночной экономикой практике прогнозный период для оценки предприятия может составить в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации от 5 до 10 лет. В странах с переходной экономикой, в условиях нестабильности, где адекватные долгосрочные прогнозы особенно затруднительны, допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет. Для точности результата можно осуществлять дробление прогнозного периода на более мелкие единицы измерения: полугодие или квартал.

**Этап 2.** Определяется вид и рассчитывается величина ожидаемого денежного потока по каждому году прогнозного периода. Это наиболее сложный и ответственный этап во всем процессе оценки предприятия, так как корректность определения величин ожидаемых денежных потоков определяет текущую стоимость предприятия.

**Этап 3.** Определяется остаточная стоимость предприятия. Существует несколько вариантов определения остаточной стоимости. В зависимости от перспектив развития бизнеса после окончания прогнозного периода используют следующие способы расчета:

- метод расчета по ликвидационной стоимости. Он применяется в том случае, если ожидается банкротство компании с последующей продажей активов;

- метод предполагаемой продажи, состоящий в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний. Поскольку практика продажи компаний на российском рынке крайне скудна, применение данного метода к определению конечной стоимости весьма проблематично;

- по модели Гордона. В этом случае годовой доход постпрогнозного периода капитализируется в показатели стоимости при помощи коэффициента капитализации, рассчитанного как разница между ставкой дисконта и долгосрочными темпами роста. При отсутствии темпов роста коэффициент капитализации будет равен ставке дисконта. Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

Модель Гордона выглядит следующим образом:

$$C = \frac{ДП(1 + g)}{K - g},$$

где ДП — денежный поток в последний год прогнозного периода;

$g$  — ежегодный темп роста денежного потока во все последующие годы остаточного периода;

$K$  — ставка дисконтирования.

**Этап 4.** Определяется вид ставки дисконта: безрисковая или с учетом рисков. Определяются будущие риски и рассчитывается ставка дисконта. Ставка дисконта определяется исходя из рисков, связанных с получением ожидаемого будущего денежного потока.

**Этап 5.** Определяется чистая текущая стоимость денежного потока и чистая текущая стоимость величины остаточной стоимости предприятия. Чистая текущая стоимость денежного потока определяется дисконтированием (на дату оценки) денежного потока за каждый прогнозный год по ставке дисконта, принятой на весь будущий период либо на каждый год в отдельности. Для получения чистой текущей остаточной стоимости период дисконтирования обычно принимается четыре года, однако может быть и другим. Полученные величины чистой текущей стоимости денежного потока и чистой текущей стоимости величины остаточной стоимости предприятия суммируются, и получается расчетная величина стоимости предприятия.

**Этап 6.** В полученную расчетную величину стоимости предприятия вносятся поправки. Чаще всего делаются три поправки: прибавляется премия на нефункционирующие активы; вычитается скидка на недостаток оборотного капитала; вычитается скидка на недостаточную ликвидность.



Премия на нефункционирующие активы применяется всегда, если установлено, что на предприятии имеются нефункционирующие активы, т.е. не используемые для выпуска продукции (услуг), обеспечивающего получение денежных потоков, по которым производится расчет стоимости предприятия. Эти активы могут быть проданы или сданы в аренду (лизинг), а полученный доход будет равен размеру премии на нефункционирующие активы.

Скидка на недостаток (или избыток) оборотного капитала. Данный вид поправки рассчитывается на дату оценки следующим образом: из требуемого оборотного капитала вычитается действительный (или текущий) оборотный капитал, т.е. разность между текущими активами и текущими обязательствами. Эти данные берутся из последнего отчетного баланса оцениваемого предприятия.

Требуемый оборотный капитал определяется в процентном отношении исходя из величины той части выручки от реализации, которая направляется на пополнение оборотного капитала.

Скидка на недостаточную ликвидность предприятия делается всегда, когда определяется стоимость «закрытого», с точки зрения оценки, предприятия. Эта поправка характеризует отсутствие возможности быстро продать акции оцениваемого предприятия или предприятия в целом.

Суммируя все три поправки и вычитая эту сумму из расчетной стоимости (обоснованной рыночной стоимости предприятия до внесения поправок), получим величину обоснованной рыночной стоимости предприятия. Это окончательный искомый результат определения стоимости предприятия с помощью методики дисконтированного денежного потока.

Далее более подробно рассмотрим второй и четвертый этап методики.

### 3.3. ДЕНЕЖНЫЕ ПОТОКИ: СУЩНОСТЬ, ВИДЫ И ПРОГНОЗИРОВАНИЕ

Наиболее простое определение денежного потока: денежный поток (*Cash Flow*) за конкретный период (год, квартал, месяц) представляет собой не что иное, как сальдо поступлений по бизнесу (со знаком «плюс») и платежей (со знаком «минус»)<sup>1</sup>.

Денежный поток — это сумма излишка (недостатка) денежных средств, полученных в результате сопоставления поступлений и отчислений денежных средств в процессе функционирования предприятия<sup>2</sup>.

Главные преимущества оценки бизнеса, в рамках доходного подхода, с опорой на прогноз денежных потоков, а не бухгалтерских прибылей заключаются в следующем.

Во-первых, будущие прибыли от бизнеса прямо учитывают лишь ожидаемые издержки по производству и продаже продукции, в то время как будущие капиталовложения по поддержанию и расширению производственных или торговых мощностей в прогнозе прибылей отражаются только частично — через их текущую амортизацию.

Во-вторых, недостаток прибыли как показателя в инвестиционных расчетах по оценке бизнеса объясняется тем, что прибыль, будучи чисто бухгалтерским отчетным показателем, подвержена значительным манипуляциям. Ее объявляемая величина зависит от выбранного метода учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции (LIFO, FIFO, метод скользящей средней), от метода начисления амортизации (стандартный, ускоренный), от критерия признания продукции реализованной (по факту поступления средств или по факту отгрузки).

Понятие «денежный поток» является агрегированным, включающим в свой состав многочисленные виды этих потоков, обслуживающих хозяйственную деятельность. В целях оценки классификацию денежных потоков можно осуществить по следующим признакам.

По характеру отражения задолженности денежный поток может подразделяться на следующие виды:

- *полный денежный поток* (денежный поток для собственного капитала, денежный поток к акционерам, собственникам);
- *бездолговой денежный поток* (денежный поток для инвестированного капитала, денежный поток к предприятию в целом).

<sup>1</sup> Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2002. — С.128.

<sup>2</sup> Таль Г.К., Григорьев В.В., Бабаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б. Оценка предприятий: доходный подход. — М., 2000. — С.252.

Денежный поток для собственного капитала (полный денежный поток), работая с которым, можно непосредственно оценивать рыночную стоимость собственного капитала предприятия, отражает в своей структуре планируемый способ финансирования стартовых и последующих инвестиций, обеспечивающих жизненный цикл продукта (бизнес-линии). Этот показатель дает возможность определить, сколько и на каких условиях будет привлекаться для финансирования инвестиционного процесса заемных средств.

Бездолговой денежный поток не отражает планируемое движение и стоимость кредитных средств, используемых для финансирования инвестиционного процесса. Поэтому если в расчетах оперируют с ним, то тогда дисконтирование ожидаемых по инвестиционному проекту денежных потоков должно производиться по ставке, равной средневзвешенной стоимости капитала данного предприятия. При этом получаемая остаточная стоимость предприятия окажется оценкой стоимости всего инвестированного капитала. Поэтому для оценки стоимости его собственного капитала необходимо будет еще вычесть планируемую на рассматриваемый момент долгосрочную задолженность предприятия.

Денежный поток для собственного капитала может прогнозироваться следующим образом:

- непосредственно из анализа сроков, величин и условий платежей и поступлений, предусмотренных заключенными закупочными, сбытовыми, трудовыми, арендными, кредитными и прочими договорами, если срок их действия полностью обеспечивает весь жизненный цикл рассматриваемых бизнес-линии или продукта;

- на основе оценки потребности в инвестициях и прогноза будущих текущих доходов и расходов предприятия.

По видам хозяйственной деятельности в соответствии с международными стандартами учета выделяют следующие виды денежных потоков:

- *денежный поток от операционной деятельности.* Он характеризуется денежными выплатами поставщикам сырья и материалов; сторонним исполнителям отдельных видов услуг, обеспечивающих операционную деятельность; заработной платы персоналу, занятому в операционном процессе, а также осуществляющему управление этим процессом; налоговых платежей предприятия в бюджеты всех уровней и во внебюджетные фонды; другими выплатами, связанными с осуществлением операционного процесса. Одновременно этот вид денежного потока отражает поступления денежных средств от покупателей продукции; от налоговых органов в порядке осуществления пересчета излишне уплаченных сумм и некоторые другие платежи, предусмотренные международными стандартами учета;

- *денежный поток по инвестиционной деятельности.* Он характеризует платежи и поступления денежных средств, связанные с осуществлением реального и финансового инвестирования, продажей выбывающих основных средств и нематериальных активов, ротацией долгосрочных финансовых инструментов инвестиционного портфеля, и другие аналогичные потоки денежных средств, обслуживающие инвестиционную деятельность предприятия;

- *денежный поток по финансовой деятельности.* Он характеризует поступления и выплаты денежных средств, связанные с привлечением дополнительного акционерного и паевого капитала, получением долгосрочных и краткосрочных кредитов и займов, уплатой в денежной форме дивидендов и процентов по вкладам собственников и некоторые другие денежные потоки, связанные с осуществлением внешнего финансирования хозяйственной деятельности предприятия.

Наиболее реалистично при прогнозировании денежных потоков отталкиваться от ожидаемых прибылей, не рассчитывая на возможность планировать будущие изменения остатков средств на счете непосредственно из анализа заключаемых договоров. Тогда денежный поток для собственного капитала в определенном будущем периоде  $t$  может быть выражен так:

*Полный денежный поток в период  $t$  = Прибыль (убыток) за период  $t$  + Амортизационные отчисления за период  $t$  – Процентные выплаты в период  $t$  по кредитам – Налог на прибыль – Инвестиции в период  $t$  + Прирост долгосрочной задолженности за период  $t$  – Уменьшение долгосрочной задолженности за период  $t$  – Прирост собственных оборотных фондов в период  $t$ .*

Под приростом собственных оборотных фондов здесь понимается увеличение запасов сырья и материалов, незавершенного производства, а также запаса готовой, но нереализованной или неоплаченной продукции, т.е. всего того, в чем оказались связаны собственные оборотные средства

и направленные на их пополнение денежные ресурсы. Движение краткосрочной задолженности в приведенной формуле не учитывается, так как считается, что ее оборот уложился в оборот средств предприятия, имевший место внутри соответствующего отчетного периода.

Бездолговой денежный поток может быть оценен по аналогичной формуле с той разницей, что в ней будут отсутствовать процентные выплаты, прирост и уменьшение долгосрочной задолженности:

*Бездолговой денежный поток в период  $t$  = Прибыль (убыток) за период  $t$  + Амортизационные отчисления за период  $t$  – Налог на прибыль – Инвестиции в период  $t$  – Прирост собственных оборотных фондов в период  $t$ .*

Как денежный поток для собственного капитала, так и бездолговой денежный поток могут быть *номинальными* (в ценах текущего периода, когда составляется прогноз) или *реальными* (в ценах будущих периодов).

Прогноз реальных денежных потоков требует оценки того, как будут по отдельности меняться цены на все покупные ресурсы и цены на сам продукт. При этом необходимо учесть инфляционные ожидания, которые, вероятнее всего, будут разными на рынках разных товаров и услуг.

Очевидно, работа с реальным денежным потоком может обеспечить более высокую точность инвестиционных расчетов при условии, что оценщик действительно хорошо ориентируется в текущей и ожидаемой конъюнктурах на рынках сбыта и рынках покупных ресурсов, опирается на соответствующие представительные маркетинговые исследования данных рынков.

В противном случае следует прогнозировать номинальные денежные потоки. Они представляют собой ожидаемые в периоды  $t$  сальдо поступлений и платежей, которые будут оцениваться в ценах базисного периода. Это не означает, что цены, закладываемые в прогноз будущих денежных потоков, будут неизменными. Они должны для разных периодов быть разными, но только в той мере, в какой начальная цена окажется зависимой от прогнозируемых сдвигов в спросе на продукт или в предложении покупного ресурса.

Риски бизнеса могут быть учтены посредством корректировки на них денежных потоков (как правило, реальных) при их прогнозировании. В этом случае для дисконтирования используют реальную безрисковую ставку доходности. Для прогнозирования денежных потоков с учетом рисков используется метод сценариев, строгое применение которого требует большого объема информации о вероятностях различных исходов при проявлении отдельных показателей, образующих денежные потоки. Рассмотрим упрощенную модификацию метода сценариев, исходящую из предположения о нормальном распределении вероятностей всех возможных исходов инвестиции и позволяющую приближенно оценивать средний ожидаемый денежный поток, выделяя три сценария функционирования бизнеса — пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный.

*Пессимистический сценарий* исходит из того, что все факторы риска, воздействующие на данный бизнес, сказываются на нем максимально и приводят к минимальным денежным потокам ( $ДП_{пес}$ ).

*Оптимистический сценарий* предполагает, что все факторы риска, воздействующие на бизнес, проявятся в минимальной степени и обусловят максимально возможные денежные потоки ( $ДП_{опт}$ ).

В *наиболее вероятном сценарии* развития бизнеса планируют, что все факторы риска приведут к получению наиболее вероятных денежных потоков ( $ДП_{нв}$ ).

Тогда, опираясь на известное в математической статистике «правило шести сигм» (согласно которому с вероятностью 0,95 все возможные исходы инвестиции «уложатся» в интервал плюс-минус шесть стандартных отклонений от среднего ожидаемого денежного потока), для определения скорректированных с учетом рисков бизнеса прогнозируемых денежных потоков ( $ДП_{прог}$ ) применяют следующую формулу:

$$ДП_{прог} = (ДП_{пес} + 4ДП_{нв} + ДП_{опт}) / 6.$$

В упрощенной модификации метода сценариев задаваться вопросом о вероятностях пессимистического, оптимистического и наиболее вероятного сценариев осуществления бизнеса не требуется.

### 3.4. СТАВКА ДИСКОНТА: СУЩНОСТЬ И МЕТОДЫ РАСЧЕТА

С математической точки зрения ставка дисконта — это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов (их может быть несколько) в единую величину текущей (сегодняшней) стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса.

В экономическом смысле в роли ставки дисконта выступает требуемая инвесторами ставка дохода на вложенный капитал в сопоставимые по уровню риска объекты инвестирования, другими словами — это требуемая ставка дохода по имеющимся альтернативным вариантам инвестиций с сопоставимым уровнем риска на дату оценки.

При дисконтировании денежного потока следует определить тип *адекватной ему ставки дисконта*. Существуют различные виды ставок дисконта и методики их определения. Виды ставок дисконта и методы их расчета для дисконтирования номинальных и реальных полных денежных потоков без учета рисков приведены в табл.3.1.

Таблица 3.1

Виды безрисковых ставок и методы их расчета

Вид ставки дисконта	Расчет ставки дисконта
<i>Номинальный полный денежный поток</i>	
Номинальная ставка безрискового дохода (номинальная безрисковая ставка), $r$	Берется на уровне номинальной безрисковой ставки ссудного процента, которую можно оценить двумя способами: 1) принимая за нее рыночную ставку доходности по наиболее краткосрочным государственным облигациям; 2) приравнивая ее к рентабельности операций на рынках сравнительно безрисковых товаров и услуг
<i>Реальный полный денежный поток</i>	
Реальная ставка безрискового дохода (реальная безрисковая ставка), $R$	1. Берется на уровне: а) средней ожидаемой доходности государственных облигаций со сроком погашения, равным остаточному сроку полезной жизни оцениваемого бизнеса; б) средней ожидаемой за срок полезной жизни оцениваемого бизнеса величины ставки дохода по страхуемым банковским депозитам. 2. Используется формула Фишера: $R = r + s + rs,$ где $r$ — номинальная ставка безрискового дохода; $s$ — темп ожидаемой инфляции (в среднем за период полезной жизни бизнеса)

Если рассматривать ставку дисконта со стороны предприятия как самостоятельного юридического лица, обособленного и от собственников (акционеров), и от кредиторов, то можно определить ее как стоимость привлечения предприятием капитала из различных источников. Ставка дисконта (или стоимость привлечения капитала) должна рассчитываться с учетом трех факторов, таких как:

- 1) наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;
- 2) необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени;
- 3) фактор риска. В данном контексте мы определяем риск инвестора как степень вероятности получения им ожидаемых в будущем доходов. Риск, рассматриваемый в оценке предприятий, формируется за счет различных источников.

Существует множество видов инвестиционных рисков и направлений их классификации. Все риски бизнеса могут быть разделены на две группы: систематические и несистематические риски.

**Систематические риски** — это *внешние* риски бизнеса (риски системы, где работает бизнес), т.е. риски выпускаемого бизнесом на рынок продукта. Это риски конъюнктуры рынков сбыта и закупок покупных ресурсов — риски конкуренции, нестабильного платежеспособного спроса, контрактные риски и др.

**Несистематические риски** — это *внутренние* риски бизнеса, определяемые характером, («стилем») управления им. Обычно в числе факторов несистематического риска инвестирования, на наличие которых проверяют оцениваемый бизнес, выделяют риски:

- недостаточной финансовой устойчивости компании;
- повышенной доли долгосрочной задолженности в структуре капитала;



- повышенной доли постоянных расходов в операционных издержках;
- ключевой фигуры в составе менеджеров предприятия;
- недостаточной диверсифицированности продукции, рынков сбыта, источников приобретения покупных ресурсов;
- контрактов, заключаемых предприятием;
- узости набора источников финансирования.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы, что отражено в табл.3.2.

Таблица 3.2

Методы расчета ставок дисконта с учетом рисков

Вид денежного потока	Метод расчета	Формула расчета
Полный денежный поток	Модель оценки капитальных активов (Capital Asset Pricing Model — CAPM)	Увеличение реальной ставки безрискового дохода за счет учета систематических рисков инвестирования в данный бизнес
Полный денежный поток	Метод кумулятивного построения	Увеличение реальной ставки безрискового дохода за счет учета несистематических рисков инвестирования в данный бизнес
Бездолговой денежный поток	Метод средневзвешенной стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital — WACC)	Минимально требуемая норма отдачи на единицу смешанного (собственного и заемного) финансирования

**Модель оценки капитальных активов (САРМ).** Ставка дисконта ( $i$ ) определяется по формуле:

$$i = R + b (R_m - R),$$

где  $R$  — реальная ставка безрискового дохода;

$b$  — коэффициент «бета», указывающий на меру относительного систематического риска инвестирования в оцениваемый бизнес по сравнению с риском капиталовложений в любой среднерискованный бизнес;

$R_m$  — среднерыночная доходность с рубля инвестиций на фондовом рынке;

$(R_m - R)$  — рыночная премия за вложения в рискованный инвестиционный актив.

Коэффициент «бета» рассчитывается исходя из амплитуды колебаний общей доходности акций конкретной компании по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом. Коэффициенты «бета» в мировой практике обычно рассчитываются путем анализа статистической информации фондового рынка. Эта работа проводится специализированными фирмами. Данные о коэффициентах бета публикуются в ряде финансовых справочников и в некоторых периодических изданиях, анализирующих фондовые рынки. Профессиональные оценщики, как правило, не занимаются расчетами коэффициентов «бета».

Часто базовая формула модели оценки капитальных активов дополняется еще тремя элементами и выглядит так:

$$i = R + b (R_m - R) + C_{мб} + C_{зк} + C_{стр},$$

где  $C_{мб}$  — дополнительная премия за риск инвестирования в малый бизнес;

$C_{зк}$  — дополнительная премия за риск инвестирования в закрытую компанию;

$C_{стр}$  — дополнительная премия за страновой риск.

Что касается  $C_{мб}$  и  $C_{зк}$ , то каждая из них может назначаться экспертно в интервале до пяти-шести наблюдающейся в стране инвестирования безрисковой ставки дохода  $R$ .

Премия за страновой риск вводится в расчет только при оценке ставки дисконта применительно к иностранным инвесторам. Для отечественных инвесторов уровень странового риска неявным образом отражен в повышенном уровне рыночной премии за риск и в увеличенном уровне реальной безрисковой ставки. Существуют специальные методики расчета странового риска. Для России этот показатель по разным оценкам составляет от 6 до 7%.

**Метод кумулятивного построения.** Отличается от модели оценки капитальных активов тем, что к реальной безрисковой ставке прибавляется совокупная премия за инвестиционные риски, которая состоит их премий за отдельные относящиеся к данному бизнесу несистематические риски. Формула расчета ставки дисконта выглядит так:



$$i = R + g_1 + g_2 + \dots + g_j + C_{\text{мб}} + C_{\text{зк}} + C_{\text{стр}},$$

- где  $R$  — реальная ставка безрискового дохода;  
 $j = 1, \dots, J$  — множество факторов несистематического риска;  
 $g_j$  — премия за отдельный несистематический риск по фактору риска с номером  $j$ ;  
 $C_{\text{мб}}$  — дополнительная премия за риск инвестирования в малый бизнес;  
 $C_{\text{зк}}$  — дополнительная премия за риск инвестирования в закрытую компанию;  
 $C_{\text{стр}}$  — дополнительная премия за страновой риск.

Обычно конкретная величина премии за каждый из видов несистематического риска определяется экспертным путем в вероятном интервале от 0 до 5%.

Если для оценки стоимости компании используется бездолговой денежный поток, то ставка дисконта рассчитывается по методу средневзвешенной стоимости капитала по формуле:

$$WACC = W_d C_d (1 - t) + W_p C_p + W_s C_s,$$

- где  $W_d, W_p, W_s$  — соответственно доли заемных средств, привилегированных акций и собственного капитала (обыкновенных акций и нераспределенной прибыли);  
 $C_d, C_p, C_s$  — стоимости соответствующих частей капитала;  
 $t$  — ставка налога на прибыль.

### 3.5. МЕТОДЫ КАПИТАЛИЗАЦИИ ДОХОДА

При капитализации дохода выделяются три основных случая и соответствующие им методы расчета:

- 1) капитализация постоянного дохода, получаемого в течение неопределенно длительного периода (метод капитализации);
- 2) капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного периода (модели Инвуда, Хоскальда, Ринга);
- 3) капитализация стабильно растущего дохода, получаемого в течение неопределенно длительного периода (модель Гордона).

**Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение неопределенно длительного периода (метод капитализации).** Метод капитализации используется для приблизительной и предварительной быстрой (экспресс-оценки) оценки долгосрочных бизнесов.

Используемые допущения:

- 1) ожидаемые доходы (денежные потоки или прибыль) постоянны, их можно взять на уровне средних за период величин ( $D_{\text{ср}}$ );
  - 2) срок получения доходов неопределенно длительный, т.е. стремится к бесконечности.
- Тогда формула оценки текущей стоимости бизнеса ( $C_{\text{биз}}$ ) выглядит следующим образом:

$$PV = C_{\text{биз}} = D_{\text{ср}} / i,$$

где  $i$  — учитывающая риски ставка дисконта.

**Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного периода (модели Инвуда, Хоскальда, Ринга).** Предварительная оценка бизнеса может быть более точной, если срок получения доходов будет фиксирован. Возможные формулы капитализации дохода в этом случае приведены в табл.3.3.

**Капитализация стабильно растущего дохода, получаемого в течение неопределенно длительного периода (модель Гордона).** В случае, когда по долгосрочному бизнесу ожидаемые доходы имеют постоянный темп роста, формула для определения текущей стоимости имеет следующий вид:

$$PV = C_{\text{биз}} = D_{\text{нач}} / (i - g),$$

где  $D_{\text{нач}}$  — доход от бизнеса, ожидаемый в начальном периоде остаточного срока полезной жизни бизнеса;

$g$  — условно постоянный (средний) темп прироста доходов от бизнеса в остаточном периоде:

$$g = (D_t - D_{t-1}) / D_{t-1} = \text{Const};$$

$i$  — учитывающая риски ставка дисконта.

Эту формулу естественнее всего применять для оценки остаточной стоимости бизнеса в рамках остаточного периода.

Модели капитализации постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного периода

Модель Инвуда	Модель Хоскальда	Модель Ринга
<i>Формула модели</i>		
$C_{\text{биз}} = D_{\text{ср}} / (i + 1 / S_n)$	$C_{\text{биз}} = D_{\text{ср}} / (i + 1 / S_n)$	$C_{\text{биз}} = D_{\text{ср}} / (i + F / n)$
<i>Формула нормы возврата капитала (фактора фонда возмещения)</i>		
$1 / S_n = i / (1 + i)^n - 1$	$1 / S_n = R / (1 + R)^n - 1$	F — будущая стоимость каждого рубля, изначально вложенного в бизнес
<i>Смысл нормы возврата капитала</i>		
Ежегодный (ежемесячный) дополнительный доход с каждого вложенного в бизнес рубля, который должен к истечению срока n обеспечить накопление фонда возмещения ранее вложенного в бизнес капитала. Доход по мере получения вкладывается в тот же бизнес (с тем же риском, отражаемым в ставке дисконта i)	Ежегодный (ежемесячный) дополнительный доход с каждого вложенного в бизнес рубля, который должен к истечению срока n обеспечить накопление фонда возмещения ранее вложенного в бизнес капитала. Доход по мере получения вкладывается на страхуемый банковский депозит или в гособлигации по безрисковой ставке R	Бизнес должен дополнительно равными долями возмещать ожидаемую к истечению срока n стоимость используемого имущества

### 3.6. МЕТОД РЕАЛЬНЫХ ОПЦИОНОВ

Опционы предоставляют право в течение срока их действия или к истечению этого срока приобрести либо продать некий актив по заранее обусловленной цене (цене исполнения опциона). Это право, покупаемое по цене опциона, можно, в отличие от фьючерсов и форвардных контрактов, использовать или не использовать.

Включение опционов в инвестиционный портфель либо в портфель проектов компании увеличивает ее стоимость, так как методом хеджирования рисков позволяет снизить риск инвестиций фирмы при минимальном уменьшении средней ожидаемой доходности этих инвестиций.

Гибкость, которой в той или иной степени обладают предприятия реального сектора, фактически предоставляет инвесторам опционы, используя которые, они могут в будущем ограничить воздействие негативных факторов (например, падения спроса) и усилить воздействие позитивных (например, роста цен на основную продукцию). Стоимость таких опционов должна учитываться при оценке, чтобы отразить тот факт, что различные проекты в разной степени обладают управленческой гибкостью. Некоторые типичные реальные опционы, которыми могут обладать предприятия, включают:

- возможность изменения масштаба операций;
- возможность отсрочки масштабных капиталовложений;
- возможность продолжения инвестиций в случае благоприятных условий.

Опционные модели вначале были приспособлены для нужд добывающих и энергетических компаний, затем их стали применять компании других отраслей: фармацевтической, биотехнологической, транспортной и т.д. В частности, опционный подход позволяет объяснить чрезвычайно высокую оценку акций Интернет-компаний, большинство из которых убыточны. Покупая акции Интернет, инвестор фактически платит за опцион на участие в результатах ее будущего развития.

Применение опционных моделей связано с несовершенством существующих методов оценки и прежде всего метода дисконтированных денежных потоков, который имеет ряд недостатков в сравнении с методом, основанным на теории опционов, так как первый не учитывает ценность управления и дает заниженную оценку инвестиционных проектов.

Метод дисконтированного потока косвенно предполагает, что фирмы держат реальные активы пассивно. В нем не учитываются опционы, заложенные в реальных активах, опционы, которыми опытные менеджеры могут воспользоваться, чтобы получить преимущества, т.е. этот метод не учитывает ценность управления. Владельцы же опционов получают право принимать решения, направленные на использование удачного развития событий либо на уменьшение потерь при неблагоприятно складывающейся ситуации. Опционный подход учитывает управленческую

гибкость, так как рассматривает предприятие или инвестиционный проект как систему опционов, которую руководство или акционеры могут использовать (или не использовать) в будущем.

Дополнительным преимуществом опционных методов является то, что результатом оценки, помимо более адекватного значения стоимости предприятия или проекта, является адаптивный план управления. Фактически руководство получает свод обоснованных рекомендаций по действиям в тех или иных условиях в будущем.

Достоинством применения опционных моделей является то, что стоимость оцениваемых компаний зачастую бывает переменной величиной, зависящей от ряда внешних по отношению к их производственно-финансовым характеристикам условий. Именно такие переменные величины возможно оценить с использованием техники опционного ценообразования. Стоимость опциона тем выше, чем выше неизвестность в отношении будущего.

Модели опционного ценообразования могут быть использованы для оценки любого актива, имеющего опционные характеристики:

- для акций (либо части заложенного имущества, оставшегося после удовлетворения претензий кредиторов), которые могут быть оценены как колл-опцион на активы фирмы;
- патентов, которые могут быть рассмотрены как опционы на продукты;
- активов природных ресурсов как опционов (оценка фирм, связанных с разработкой природных ресурсов).

Реальные опционы часто рассматривают в связи с бизнес-планами по осуществлению инвестиционных проектов, связанных с вложением средств в реальные активы (в том числе инновационных проектов). В этих проектах они служат средством хеджирования операционных (деловых) и иных рисков.

В контексте управления проектами и их рисками реальные опционы обычно подразделяют на следующие типы:

- опционы на выход из проекта (Abandonment Options);
- опционы на временную приостановку или отсрочку развития проекта (Options to Defer Development);
- опционы по расширению проекта (Options to Expand);
- опционы по заключению контрактов в интересах проекта (опционы на контрактацию — Options to Contract);
- опционы на переключение [на иные проекты] (Switching Options);
- опционы на обязательства по проекту (Liability Options).

Так, опционы на выход из проекта предусматривают резервирование возможности, если проект окажется невыгодным или непосильным по дальнейшим капиталовложениям, выйти из проекта, продав приобретавшиеся для проекта активы. Опционы на временную приостановку или отсрочку развития проекта позволяют прекратить финансирование проекта (особенно взятых на себя в связи с проектом постоянных операционных издержек) без того, чтобы лишиться шанса возобновить проект или его развитие. Эти опционы чаще всего предполагают консервацию проекта и созданных под него производственно-торговых мощностей.

Метод оценки опционов можно вполне назвать прогрессивной альтернативой в оценке стоимости действующего предприятия. Компании, которые будут первыми в его применении, обеспечат себе конкурентные преимущества в будущем. Так, среди крупнейших предприятий, успешно применяющих опционные методы оценки, можно назвать «Бритиш Петролеум», норвежскую компанию «Статойл» и др., среди банков и финансовых институтов — такой консерватор, как ЕББР, инвестиционный банк «Кредит Свисс Ферст Бостон» и т.д.

### **Контрольные вопросы**

1. В чем заключается методология доходного подхода?
2. В чем заключается сущность метода дисконтированных денежных потоков?
3. Перечислите основные этапы реализации метода дисконтированных денежных потоков.
4. Что такое денежный поток и какие бывают виды денежных потоков?
5. Как рассчитываются и прогнозируются денежные потоки?
6. В чем суть формулы Фишера?

7. В чем заключаются два альтернативных способа учета рисков бизнеса?
8. Перечислите систематические и несистематические риски бизнеса.
9. Что такое CAPM?
10. К чему сводится метод кумулятивного построения?
11. Что такое средневзвешенная стоимость капитала?
12. В чем разница между капитализацией постоянного дохода, где коэффициентом капитализации выступает ставка дисконта, и капитализацией постоянного дохода с применением в качестве коэффициента капитализации суммы ставки дисконта и нормы возврата капитала?
13. В чем состоит модель Гордона?
14. Что такое реальные опционы?

### Литература

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001. — С.105–217.
2. *Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.
3. *Лахшия В.* Применение теории опционов для оценки стоимости бизнеса // Аналитический банковский журнал. — 2001. — №2.
4. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.
5. *Таль Г.К., Григорьев В.В., Бадаев Н.Д., Гусев В.И., Юн Г.Б.* Оценка предприятий: доходный подход. — М., 2000.

## Тема 4. РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

### 4.1. МЕТОДОЛОГИЯ РЫНОЧНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

Рыночный подход основан на сравнении оцениваемого объекта с аналогами, рыночная цена которых известна. Он предполагает, что наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком. Конкретно подход сводится к следующему. Для оценки рыночной стоимости закрытой или не имеющей размещенных на фондовом рынке акций открытой компании среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями находят компанию-аналог (той же отрасли, того же размера, с той же системой бухгалтерского учета, того же «возраста» и пр.), которую оценивает сам фондовый рынок, и, с соответствующими корректировками, переносят эту оценку на оцениваемое предприятие.

Основой рыночного подхода, доказывающей возможность его применения, являются следующие положения:

1. Оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на схожие предприятия. При наличии развитого рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает факторы (такие как соотношение спроса и предложения, уровень риска, перспективы развития отрасли и т.п.), влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия.

2. Рыночный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Особенности бизнеса интересуют инвестора только с позиции получения дохода. Стремление получить максимальный доход на вложенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

3. Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы, следовательно, в сходных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и такими финансовыми параметрами, как прибыль, дивиденды, объем реализации и т.д.

Возможность применения рыночного подхода, во-первых, зависит от наличия активного финансового рынка, так как подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках. Второе условие — открытость рынка, т.е. доступность финансовой информации,

необходимой оценщику. Третье условие — наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

В зависимости от целей, объекта и конкретных условий оценки сравнительный подход предполагает использование трех основных методов:

- метод рынка капитала;
- метод сделок (метод продаж);
- метод отраслевой специфики (отраслевых коэффициентов).

Рассмотрим каждый из них более подробно.

## 4.2. МЕТОД РЫНКА КАПИТАЛА

Метод рынка капитала основан на рыночных ценах акций предприятия, сходных с оцениваемым предприятием. Данные о стоимости акций сопоставимых аналогичных предприятий при соответствующих корректировках могут служить ориентирами для определения стоимости акций оцениваемого предприятия. Преимущество этой методики заключается в использовании фактической информации, имеющейся на фондовом рынке, а не прогнозных данных, имеющих неопределенность, как в случае применения методик доходного подхода. Чем ближе время проведения сделки к дате определения стоимости, тем более точным будет отражение складывающейся на рынке практики поведения покупателей и продавцов. Для компаний, имеющих котировки акций на фондовом рынке, практически не составляет сложности получить данные на любую дату.

Однако указанное преимущество подхода, основанного на фактических сделках, имеет и обратную сторону — в расчет принимается только ретроспективная информация. Для потенциального инвестора часто более важно предвидеть будущие доходы, которые им могут быть получены от владения оцениваемыми активами. Для реализации методики рынка капитала необходима достоверная и детальная финансовая и рыночная информация по группе сопоставимых предприятий.

Алгоритм метода рынка капитала включает четыре этапа:

- 1) выбор компаний-аналогов;
- 2) определение рыночной стоимости компании-аналога;
- 3) составление ценовых мультипликаторов по компании-аналогу;
- 4) расчет стоимости оцениваемой компании.

Рассмотрим подробно каждый из этапов.

**Этап 1. Выбор компаний-аналогов.** Поиск и отбор сопоставимых компаний — ключевой момент при использовании данного подхода. Выбор действительно сопоставимых компаний является одним из наиболее сложных этапов в применении этого метода. Основная сложность состоит в том, что предполагается сопоставлять во многом несопоставимые объекты. В открытых и закрытых компаниях существенно различаются корпоративная стратегия, учетная и дивидендная политика и многие другие параметры. Поиск и отбор сопоставимых компаний производится, в свою очередь, последовательными шагами.

На первом шаге происходит формирование списка компаний, которые могут быть отобраны в качестве сопоставимых. В список «кандидатов» входит максимальное число возможных предприятий, сходных с оцениваемой компанией. Поиск таких компаний начинается с определения основных конкурентов, просмотра списка слившихся и приобретенных компаний за последний год. Критерии сопоставимости на данном этапе условны и ограничиваются сходством отрасли.

На втором шаге составляется уже окончательный список аналогов, который позволяет аналитику определить стоимость оцениваемой фирмы. На этом этапе критерии сопоставимости оцениваемой компании и аналога ужесточаются.

В качестве критериев отбора могут быть использованы следующие характеристики:

- размер предприятия;
- структура капитала;
- рынки сбыта и закупок;
- стадия жизненного цикла;
- территориальное местоположение;
- степень независимости от ФПГ;
- индивидуальные особенности применяемой системы бухгалтерского учета.



При выборе компаний по указанным критериям важным является наличие финансовой отчетности отобранных компаний. Используя приведенные выше или другие существенные характеристики, влияющие на стоимость компании, необходимо сузить список компаний-аналогов до относительно небольшого количества. Обычно в качестве компаний, используемых для сопоставления с оцениваемой компанией, предпочтительнее использовать данные по национальному рынку. Но в случае отсутствия таких данных или их недостаточного количества поиск необходимо проводить в глобальном масштабе.

По каждой из оставшихся компаний необходимо тщательно проанализировать финансовую отчетность за репрезентативный период. Желательно, чтобы по отобранным компаниям имелась финансовая отчетность за тот же промежуток времени, что и для оцениваемой компании. В этом случае можно более точно проследить тенденции, характерные как для оцениваемой компании, так и для сопоставимых компаний.

**Этап 2. Определение рыночной стоимости компании-аналога.** Наблюдаемая на фондовом рынке цена одной акции компании аналога ( $P_{ан}$ ) умножается на количество ее акций, находящихся в обращении ( $N_{обр}$ ), и, таким образом, получается рыночная цена компании-аналога ( $Ц_{ан}$ ):

$$Ц_{ан} = P_{ан} \times N_{обр},$$

где  $N_{обр} = N - N_{вык} - N_{неразм}$ ;

$N$  — общее количество акций компании-аналога;

$N_{вык}$  — число акций, выкупленных компанией-аналогом;

$N_{неразм}$  — количество акций компании-аналога, выпущенных ею, но еще не размещенных на рынке.

**Этап 3. Составление ценовых мультипликаторов по компании-аналогу.** Ценовой мультипликатор — это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и финансовой базой.

Для расчета мультипликатора необходимо:

- 1) определить цену акции по всем компаниям, выбранным в качестве аналога, — это даст значение числителя в формуле;
- 2) вычислить финансовую базу (прибыль, выручку и т.п.) либо за определенный период времени, либо по состоянию на дату оценки — это будет величина знаменателя.

В оценочной практике используют два типа мультипликаторов:

1) *интервальные*:

- цена / прибыль;
- цена / денежный поток;
- цена / дивидендные выплаты;
- цена / выручка от реализации;

2) *моментные*:

- цена / балансовая стоимость активов;
- цена / стоимость чистых активов.

Выбор наиболее уместного мультипликатора определяется в каждой конкретной ситуации. В процессе оценки аналитик стремится исчислить максимально возможное количество мультипликаторов, поскольку применение их к финансовой базе оцениваемой компании приведет к появлению нескольких вариантов стоимости, существенно отличающихся друг от друга. Поэтому большое число используемых мультипликаторов поможет оценщику выявить область наиболее обоснованной величины.

Рассмотрим порядок расчета и особенности применения мультипликаторов.

Мультипликатор «Цена / Прибыль» — основное ценовое соотношение, которое применяется в рыночном подходе. Особенно он уместен, когда прибыль относительно высока и отражает реальное экономическое состояние компании. В качестве финансовой базы может быть использован любой показатель прибыли, который рассчитывается аналитиком в процессе ее распределения (прибыль до налогообложения, прибыль до уплаты процентов и налогов и т.д.). Основное требование — идентичность финансовой базы для аналога и оцениваемой фирмы.

Наиболее распространенной ситуацией применения мультипликатора «Цена / Денежный поток» является убыточность либо незначительная величина прибыли, а также несоответствие

фактически полезного срока службы основных фондов предприятия периоду амортизации, принятому в финансовом учете.

Мультипликатор «Цена / Дивиденды» может рассчитываться как на базе фактически выплаченных дивидендов, так и на основе потенциальных выплат. Данный мультипликатор на практике используется достаточно редко, несмотря на доступность необходимой для расчета информации. Это связано с тем, что порядок выплаты в открытых и закрытых компаниях существенно различается. Мультипликатор целесообразно использовать, если дивиденды выплачиваются стабильно, как в аналогах, так и в оцениваемой компании, либо способность компании платить дивиденды может быть обоснованно спрогнозирована.

Мультипликатор «Цена / Выручка от реализации» используется довольно редко, в основном для проверки объективности результатов, получаемых другими способами. Особенность его применения заключается в том, что оценщик должен обязательно учитывать структуру капитала оцениваемой компании и аналогов. Если она отличается, то мультипликатор лучше определять в расчете на инвестированный капитал. Достоинством мультипликатора является его универсальность, которая избавляет оценщика от необходимости проведения сложных корректировок, он не зависит от методов бухгалтерского учета. Хорошие результаты можно получить при использовании его для оценки сферы услуг.

Мультипликатор «Цена / Балансовая стоимость активов» наиболее применим к компаниям, имеющим на балансе значительные величины активов, и когда имеется устойчивая связь между показателем балансовой стоимости и генерируемым компанией доходом. Тот мультипликатор относится к так называемым моментным показателям, так как используется информация о состоянии на конкретную дату, а не за определенный период времени.

Мультипликатор «Цена / Стоимость чистых активов» применяется при соблюдении следующих требований:

- оцениваемая компания имеет значительные вложения в собственность (недвижимость, ценные бумаги и т.д.);
- основной деятельностью компании является хранение, покупка и продажа такой собственности.

**Этап 4. Расчет стоимости оцениваемой компании.** Стоимость оцениваемой компании ( $Ц_{оц}$ ) определяется как произведение одного из переносимых на нее полученных для компании-аналога мультипликаторов на соответствующую базу. Например:

$Ц_{оц1}$  = Мультипликатор «Цена / Прибыль» × Текущая или прогнозная величина прибыли предприятия;

$Ц_{оц2}$  = Мультипликатор «Цена / Денежный поток» × Текущая или прогнозная величина денежного потока предприятия;

$Ц_{оц3}$  = Мультипликатор «Цена / Балансовая стоимость активов» × Текущая или прогнозная величина балансовой стоимости активов предприятия.

Если оцениваемая компания и компания-аналог различаются стоимостью используемого кредита, налоговым статусом, а также долей в совокупном капитале и общей величиной используемого заемного капитала, то в этом случае используется особый ценовой мультипликатор, который устраняет влияние на цену компании доли и массы заемного капитала:

$$\frac{(\text{Цена компании-аналога} + \text{Заемный капитал компании-аналога})}{\text{Прибыль до процентов и налогов}}$$

Этот мультипликатор следует умножать на прибыль до процентов и налогов оцениваемой компании. В результате будет получена рыночная стоимость всего инвестированного в оцениваемую компанию капитала. Для того чтобы определить стоимость собственного капитала, надо из этого произведения вычесть заемный капитал оцениваемой компании.

Получаемые на основе альтернативных ценовых мультипликаторов результаты оценки рассматриваемой компании будут несколько различаться. Итоговая оценка может быть представлена как, например, средневзвешенная из указанных трех оценок или взвешенная с учетом степени доверия оценщика к статистике по каждому из используемых ценовых мультипликаторов.

На третьем и четвертом этапах алгоритма следует осуществить несколько обязательных корректировок данных:

1) необходимо пересчитать прибыль оцениваемой компании в соответствии с тем методом учета товарно-материальных ценностей, который применяется компанией-аналогом. Эта корректировка делается на четвертом этапе алгоритма;

2) если компания-аналог по значительной массе своих активов применяет методы амортизации, отличные от методов оцениваемой компании, то нужно пересчитать по оцениваемой компании вычитаемые из прибыли отчисления на износ, внося, таким образом, корректировки в ее прибыль или балансовую стоимость. Эта корректировка делается на четвертом этапе алгоритма;

3) следует пересчитать прибыль оцениваемой компании, если системы бухгалтерского учета этой компании и компании-аналога отличаются по критериям отнесения продукции к проданной в том, что касается зачисления в объем реализованной продукции товаров, поставленных заказчиком согласно различным базисам поставки. Эта корректировка делается на четвертом этапе алгоритма;

4) при обнаружении у компании-аналога необычно высоких и несопоставимых с оцениваемым предприятием «чрезвычайных расходов» необходимо искусственно уменьшить операционные издержки компании-аналога и соответственно увеличить прибыль. Эта корректировка делается на третьем этапе алгоритма.

### 4.3. МЕТОД СДЕЛОК

Метод сделок — это частный случай метода рынка капитала и основан на анализе цен приобретения контрольных пакетов акций сопоставимых предприятий или предприятий целиком. В данном случае анализируется информация не с фондового рынка, а с рынка слияний и поглощений.

Главное отличие метода сделок от метода рынка капитала состоит в том, что первый определяет уровень стоимости контрольного пакета акций, позволяющего полностью управлять предприятием, тогда как второй определяет стоимость предприятия на уровне неконтрольного пакета. Метод сделок дает оценку рассматриваемого предприятия для инвестора с учетом премии за контроль, которая содержится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

Метод сделок сводится к тому же алгоритму, что и в методе рынка капитала, но применяемые мультипликаторы вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами или просто крупными пакетами акций.

### 4.4. МЕТОД ОТРАСЛЕВЫХ КОЭФФИЦИЕНТОВ (ОТРАСЛЕВОЙ СПЕЦИФИКИ)

Метод отраслевых коэффициентов (отраслевой специфики) является модификацией рынка капитала. Ценовым мультипликатором здесь выступает соотношение «Цена / Валовой доход» («Цена / Выручка», «Цена / Объем реализации»). Соответственно на третьем и четвертом этапах алгоритма метода рынка капитала используется этот мультипликатор и валовой доход оцениваемой компании в качестве базы, на которую умножается мультипликатор для получения стоимости оцениваемой компании.

Применимость метода ограничена специфическими отраслями, в которых наблюдается надежная корреляция между рыночной стоимостью компании и объемом реализации ими продукции (их продажами).

Метод отраслевых коэффициентов применяют для ориентировочных оценок стоимости предприятия. Отраслевые коэффициенты рассчитываются специальными исследовательскими институтами на основе длительных статистических наблюдений за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками.

Опыт западных оценочных компаний свидетельствует о следующих соотношениях:

- бухгалтерские фирмы и рекламные агентства продаются соответственно за 0,5 и 0,7 годовой выручки;
- рестораны и туристические агентства — соответственно за 0,25–0,5 и 0,04–0,1 валовой выручки;
- автозаправочные станции — за 1,2–2,0 месячной выручки;

- предприятия розничной торговли — за 0,75–1,5 суммы: чистый доход + оборудование + запасы;
- машиностроительные предприятия — за 1,5–2,5 суммы: чистый доход + запасы.

Известно «золотое правило» оценки для некоторых отраслей экономики, которое гласит: покупатель не заплатит за предприятие 4-кратной величины среднегодовой прибыли до налогообложения.

Однако метод отраслевых коэффициентов пока не получил широкого распространения в отечественной практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

#### 4.5. ИСПОЛЬЗОВАНИЕ ЗАРУБЕЖНЫХ КОМПАНИЙ-АНАЛОГОВ В РЫНОЧНОМ ПОДХОДЕ

Если на мировом фондовом рынке можно найти открытую компанию с ликвидными акциями, аналогичную оцениваемой компании, и установить ее цену, то при практическом использовании этого аналога в рыночном подходе предлагается осуществить две дополнительные корректировки стоимости ( $C_{оц}$ ), полученной на последнем шаге алгоритмов, которые реализуют метод рынка капитала, сделок или отраслевой специфики:

$$C_{скорр} = C_{оц} \times k_1 \times k_2.$$

Цель первой корректировки ( $k_1$ ) — учесть, как в стране оцениваемой компании и в стране компании-аналога участники фондового рынка реагируют на объявленные и прошедшие аудит чистые прибыли, т.е. учесть разную чувствительность рынков к показываемым компаниями прибылям. Формула для расчета коэффициента  $k_1$ :

$$k_1 = (P / E)_{нац} / (P / E)_{заруб},$$

где  $(P / E)_{нац}$  и  $(P / E)_{заруб}$  — средний рыночный коэффициент «Цена / Прибыль» соответственно в стране оцениваемой компании и в зарубежной стране подобранной компании-аналога.

Цель второй корректировки ( $k_2$ ) — учесть, как в стране оцениваемой компании и в стране компании-аналога участники фондового рынка реагируют на перспективы доходов компаний, т.е. учесть степень доверия рынков к перспективам компаний путем сопоставления сравнительной относительной капитализации фондовых рынков. Формула для расчета коэффициента  $k_2$ :

$$k_2 = (\text{Относительная рыночная капитализация открытых компаний страны, резидентом которой является оцениваемая компания}) / (\text{Относительная рыночная капитализация открытых компаний страны, резидентом которой является компания-аналог}).$$

Используемые для расчета  $k_1$  и  $k_2$  показатели регулярно публикуются в специализированных изданиях.

#### Контрольные вопросы

1. В чем заключается общая идея рыночного подхода к оценке бизнеса?
2. Каков алгоритм метода рынка капитала?
3. Каковы критерии подбора компании-аналога?
4. В чем отличия метода сделок и метода отраслевой специфики от метода рынка капитала?
5. Перечислите основные ценовые соотношения по компании-аналогу, которые могут переноситься на оцениваемую компанию.
6. Назовите основные корректировки при использовании зарубежных компаний-аналогов.

#### Литература

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
2. *Есинов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В.* Оценка бизнеса: Учебник для вузов. — СПб.: Питер, 2001.
3. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.

## Тема 5. ИМУЩЕСТВЕННЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

### 5.1. МЕТОДОЛОГИЯ ИМУЩЕСТВЕННОГО ПОДХОДА

Имущественный подход предполагает поэлементную оценку объекта. Общую стоимость объекта получают суммированием стоимостей всех его элементов. Применение подхода дает пессимистическую оценку объекта, однако в российских условиях, когда фондовый рынок еще не сформирован, а рыночная информация отсутствует, этот подход часто оказывается единственно возможным.

Сущность подхода состоит в том, что проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и далее из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовой формулой подхода является:

$$\text{Собственный капитал} = \text{Активы} - \text{Обязательства.}$$

Имущественный подход включает три основных метода:

- 1) метод накопления активов;
- 2) метод стоимости чистых активов;
- 3) метод ликвидационной стоимости.

Все методы основаны на определении в текущих ценах стоимости отдельных видов имущества и вычитании задолженностей предприятия. Они базируются на одной информационной базе — балансе предприятия. Основное их преимущество заключается в том, что все они основываются на достоверной фактической информации о состоянии имущественного комплекса предприятия. Основной недостаток — не учитывают будущие возможности предприятия в получении чистого дохода.

### 5.2. МЕТОД НАКОПЛЕНИЯ АКТИВОВ

Основные сферы применения метода накопления активов:

- оценка контрольных пакетов акций предприятия;
- оценка предприятий с высоким уровнем фондоемкости;
- оценка предприятий со значительными нематериальными активами и возможностью их выделения и оценки;
- оценка холдинговых или инвестиционных компаний;
- оценка предприятий, не имеющих ретроспективных данных о прибылях;
- оценка новых предприятий, недавно зарегистрированных;
- оценка предприятий, очень сильно зависящих от контрактов (например, строительные фирмы) или не имеющих постоянной клиентуры;
- оценка предприятий, значительную часть активов которых составляют финансовые активы (ценные бумаги, денежные средства и пр.).

Метод накопления активов предполагает оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности предприятия.

Это, в свою очередь, требует переоценки балансовой стоимости активов на их современную рыночную стоимость, т.е. баланс, составленный на основе затрат, заменяется балансом, в котором все активы и все обязательства показаны по рыночной стоимости. В расчет принимаются и активы, не отраженные в балансе.

Основные этапы оценки методом накопления активов:

- 1) оценивается недвижимое имущество предприятия по обоснованной рыночной стоимости;
- 2) определяется обоснованная рыночная стоимость машин и оборудования;
- 3) выявляются и оцениваются нематериальные активы;
- 4) определяется рыночная стоимость финансовых вложений (долгосрочных и краткосрочных);



- 5) товарно-материальные запасы переводятся в текущую стоимость;
- 6) оценивается дебиторская задолженность;
- 7) оцениваются расходы будущих периодов;
- 8) обязательства предприятия переводятся в текущую стоимость;
- 9) определяется стоимость собственного капитала путем вычитания из обоснованной рыночной стоимости суммы активов текущей стоимости всех обязательств.

Классификация активов и методы определения их рыночной стоимости приведены в табл.5.1.

Таблица 5.1

**Методы расчета рыночной стоимости активов**

Вид актива баланса	Способ расчета рыночной стоимости
Нематериальные активы	Метод избыточных прибылей для оценки рыночной стоимости НМА в целом, или оценка рыночной стоимости каждого вида нематериальных активов тремя подходами
Земельные участки	Используются три подхода к оценке стоимости земельных участков
Здания и сооружения	Используются три подхода к оценке стоимости недвижимости
Машины и оборудование	Используются три подхода к оценке стоимости машин и оборудования
Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения (инвестиции)	По рыночной стоимости на дату оценки. Оценка финансовых активов осуществляется с опорой как на их оценку фондовым рынком, так и на применение всех прочих методов оценки, особенно метода дисконтированных денежных потоков. Стоимость собственных акций предприятия, выкупленных у акционеров, вычитается из общих инвестиций
Запасы (сырье, материалы, комплектующие изделия, готовая, но не реализованная продукция)	По рыночным ценам (первоначальной балансовой стоимости) с добавлением фактических затрат по транспортировке и складированию
Затраты в незавершенном производстве	По фактической себестоимости производства
Товары отгруженные	По рыночным ценам
Расходы будущих периодов	Анализируются, и выявляется их реальность. В случае ее подтверждения они оцениваются по номинальной стоимости
Дебиторская задолженность	Анализируется на предмет возможности возврата долга в сроки, предусмотренные соответствующими договорами. Если задолженность признается безнадежной, то она не оценивается. Если задолженность признается реальной к взысканию, то она оценивается по текущей стоимости. Период дисконтирования определяется, исходя из сроков возврата долга. Ставка дисконта учитывает риск, связанный с возвратом долга и дифференцирована по дебиторам
Долги учредителей по взносам в уставный капитал	Не оцениваются
Денежные средства	По балансу. Денежные средства на валютном счете оцениваются по курсу валют на дату оценки

Оценка рыночной стоимости предприятия производится вычитанием из стоимости накопленных активов текущей стоимости задолженности, оценка которой приведена в табл.5.2.

Таблица 5.2

**Оценка задолженности предприятия**

Вид пассива баланса	Способ оценки
Целевые финансирование и поступления	По балансовой стоимости на дату оценки
Займы и кредиты	По балансовой стоимости на дату оценки
Кредиторская задолженность	По текущей стоимости. Суммы дисконтированных платежей по взятым кредитам, учитывая отдельно процентные платежи и платежи по погашению основного долга. Период дисконтирования определяется, исходя из сроков возврата кредита. Ставка дисконта учитывает риск неплатежа и дифференцирована по обязательствам различным кредиторам
Задолженность участникам по выплате доходов	По балансовой стоимости на дату оценки
Резервы предстоящих расходов и платежей	По балансовой стоимости на дату оценки
Прочие пассивы (долгосрочные и краткосрочные)	По балансовой стоимости на дату оценки

**Метод избыточных прибылей для оценки гудвилла.** К типичным нематериальным активам предприятия относятся: патенты и лицензии, ноу-хау, товарный знак, деловая репутация, торговое имя, обученный и подобранный персонал, льготные контракты, закрепленная клиентура и т.д. Рыночная стоимость нематериальных активов может существенно отличаться от их балансовой стоимости. В интересах оценки бизнеса достаточно оценить стоимость всей совокупности НМА предприятия, которая называется *гудвиллом* (goodwill).

Под гудвиллом понимаются нематериальные активы, возникающие в результате действия факторов, вызывающих экономические выгоды, таких как популярное название предприятия, постоянство клиентуры, удачное размещение, характер продукции и др. Иными словами гудвилл представляет собой увеличение оценки бизнеса, его стоимости в той мере, в какой этому способствуют репутация, авторитет фирмы и другие подобные, трудно определяемые «неосозаемые» факторы.

Для оценки гудвилла предприятия, как правило, используется метод избыточных прибылей, который основан на предпосылке о том, что избыточные прибыли приносят предприятию не отраженные в балансе НМА, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Алгоритм метода сводится к следующему.

1. Расчет среднеотраслевого показателя съема прибылей ( $\Pi$ ) с чистых материальных активов (ЧМА) по формуле:

$$K_{отр} = \Pi / \text{ЧМА}.$$

2. Определение для оцениваемого предприятия показателей стоимости чистых материальных активов ( $\text{ЧМА}_{оц}$ ) и нормализованной прибыли ( $\Pi_{оц}$ ).

3. Расчет ожидаемой прибыли на оцениваемом предприятии ( $\Pi_{ож}$ ) в расчете на имеющиеся чистые материальные активы ( $\text{ЧМА}_{оц}$ ) без учета влияния его НМА по формуле:

$$\Pi_{ож} = \text{ЧМА}_{оц} \times K_{отр}.$$

4. Расчет избыточной прибыли ( $\Pi_{изб}$ ) вычитанием ожидаемой прибыли предприятия ( $\Pi_{ож}$ ) из фактически регулярно получаемой прибыли:

$$\Pi_{изб} = \Pi_{оц} - \Pi_{ож}.$$

5. Расчет стоимости НМА (гудвилла) делением избыточной прибыли на коэффициент капитализации:

$$\text{Стоимость НМА} = \Pi_{изб} / i,$$

где  $i$  — ставка дисконта, учитывающая риски оцениваемого бизнеса.

### 5.3. МЕТОД СТОИМОСТИ ЧИСТЫХ АКТИВОВ

Метод стоимости чистых активов рекомендован Министерством финансов РФ и Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг для оценки чистых активов акционерных обществ. Нормативным документом, регламентирующим порядок расчета чистых активов, является «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утвержденный приказом Министерства финансов России и ФКЦБ России от 29 января 2003 г. №10н/03-6/пз.

Согласно этому документу под стоимостью чистых активов акционерного общества понимается величина, определяемая путем вычитания из суммы активов акционерного общества, принимаемых к расчету, суммы его пассивов, принимаемых к расчету. Подробно статьи актива и пассива баланса, участвующие в расчете стоимости чистых активов, представлены в табл.5.3.

Таким образом, формула расчета чистых активов имеет следующий вид:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость чистых активов} = & \text{Активы, принимаемые к расчету} [\text{стр.110} + \text{стр.120} + \\ & + \text{стр.130} + \text{стр.135} + \text{стр.140} + \text{стр.250} - \text{стр.252} + \text{стр.150} + \text{стр.210} + \text{стр.220} + \text{стр.230} + \\ & + \text{стр.240} - \text{стр.244} + \text{стр.260} + \text{стр.270}] - \text{Пассивы, принимаемые к расчету} [\text{стр.510} + \\ & + \text{стр.520} + \text{стр.610} + \text{стр.620} + \text{стр.630} + \text{стр.650} + \text{стр.660}] = [\text{стр.190} + (\text{стр.290} - \\ & - \text{стр.244} - \text{стр.252})] - [\text{стр.590} + \text{стр.690} - \text{стр.640}]. \end{aligned}$$

В целях оценки стоимости предприятия может быть сделана корректировка статей баланса, которая заключается как в нормализации бухгалтерской отчетности (в том числе статей баланса), так и в пересчете статей актива и пассива баланса в текущие цены. Поправки могут касаться:

## Расчет стоимости чистых активов акционерного общества

Наименование показателя	Код строки бухгалтерского баланса
<b>I. АКТИВЫ</b>	
1. Нематериальные активы	110
2. Основные средства	120
3. Незавершенное строительство	130
4. Доходные вложения в материальные ценности	135
5. Долгосрочные и краткосрочные финансовые вложения (за исключением фактических затрат по выкупу собственных акций у акционеров)	140 + 250 – 252
6. Прочие внеоборотные активы	150
7. Запасы	210
8. Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220
9. Дебиторская задолженность (за исключением задолженности участников (учредителей) по взносам в уставный капитал)	230 + 240 – 244
10. Денежные средства	260
11. Прочие оборотные активы	270
12. Итого активы, принимаемые к расчету (сумма пунктов 1–11)	
<b>II. ПАССИВЫ</b>	
13. Долгосрочные обязательства по займам и кредитам	510
14. Прочие долгосрочные обязательства	520
15. Краткосрочные обязательства по займам и кредитам	610
16. Кредиторская задолженность	620
17. Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630
18. Резервы предстоящих расходов	650
19. Прочие краткосрочные обязательства	660
20. Итого пассивы, принимаемые к расчету (сумма пунктов 13–19)	

- единовременных чистых доходов и расходов (они исключаются из расчетов);
- чистых доходов и расходов по избыточным или неоперационным (непроизводственным или излишним) активам (они исключаются из расчетов);
- необычных расходов самих владельцев предприятия (они тоже исключаются из расчетов).

Пересчет статей актива баланса предприятия в текущие цены состоит:

- в определении остаточной восстановительной стоимости основных средств и нематериальных активов;
- в определении фактической текущей стоимости «незавершенки»;
- в анализе и оценке по текущим ценам запасов, затрат и денежных средств;
- в анализе и определении текущей стоимости имеющихся у предприятия задолженностей.

После корректировки статей баланса предприятия можно рассчитать чистую стоимость его активов по указанному выше алгоритму.

Уровень стоимости предприятия, полученный с использованием данной методики расчета, характеризует низший уровень стоимости оцениваемого предприятия.

#### 5.4. ОЦЕНКА ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Оценка ликвидационной стоимости осуществляется в следующих случаях:

- компания находится в состоянии банкротства или есть серьезные сомнения относительно ее способности оставаться действующим предприятием;
- стоимость компании при ликвидации может быть выше, чем при продолжении деятельности, т.е. прибыль предприятия от производственно-хозяйственной деятельности невелика по сравнению со стоимостью ее чистых активов (рентабельность низкая или предприятие убыточное);

- оценивается доля собственности, составляющая либо контрольный пакет акций, либо такую долю, которая способна вызвать продажу активов предприятия;
- принято решение о ликвидации предприятия.

Оценка ликвидационной стоимости необходима во многих случаях работы с несостоятельным предприятием, например:

- при определении целесообразности финансирования предприятия-должника;
- при определении целесообразности финансирования реорганизации предприятия;
- при выработке плана погашения долгов предприятия-должника, оказавшегося под угрозой банкротства;
- при обосновании вариантов санации предприятия без судебного разбирательства;
- при оценке заявок на покупку предприятия;
- при экспертизе мошеннических сделок по передаче прав собственности третьим лицам;
- при экспертизе программ реорганизации предприятия.

К объектам оценки, требующим определения ликвидационной стоимости, относятся:

- объекты залога, в том числе имущество, пребывающее в налоговом залоге;
- объекты незавершенного строительства;
- активы ликвидируемых предприятий, в том числе предприятий-банкротов;
- имущество, реализуемое с участием судебных приставов;
- прочее имущество, подлежащее ускоренной ликвидации.

Согласно Постановлению Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 ликвидационная стоимость объекта оценки — это стоимость объекта оценки в случае, если объект оценки должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

На практике также пользуются определением ликвидационной стоимости, данным ведущим американским оценщиком Ш.Праттом. По его мнению, ликвидационная стоимость представляет собой чистую денежную сумму, которую собственник предприятия может получить при ликвидации предприятия и раздельной распродаже его активов.

Различают три вида ликвидационной стоимости предприятий:

- *упорядоченная*, когда распродажа активов ликвидируемого предприятия осуществляется в течение разумного периода времени, с тем чтобы можно было получить максимально возможные цены продажи активов;
- *принудительная*, когда активы предприятия распродаются настолько быстро, насколько это возможно, часто одновременно и на одном аукционе;
- *ликвидационная стоимость прекращения существования активов*, когда активы предприятия не продаются, а списываются и уничтожаются. Стоимость предприятия в этом случае представляет собой отрицательную величину, так как в этом случае от владельца предприятия требуются определенные затраты на ликвидацию активов.

Можно выделить следующие этапы оценки ликвидационной стоимости.

**Первый этап.** Составление бухгалтерского баланса на наиболее близкую к оценке ликвидационной стоимости дату.

Если такая оценка проводится в связи с принятием решения о ликвидации юридического лица, то целесообразно основываться на данных бухгалтерского баланса, составленного по итогам инвентаризации имущества и обязательств юридического лица на дату принятия решения о его ликвидации.

**Второй этап.** Корректировка (при необходимости) данных бухгалтерского баланса. Поскольку предприятия не всегда адекватно учитывают и отражают в документах нематериальные активы, то возникает необходимость такой корректировки. Однако часть нематериальных активов, например права, вытекающие из права владения патентом, может быть продана в процессе ликвидации.

**Третий этап.** Установление подхода к ликвидации бизнеса. Здесь особая роль принадлежит консультанту-оценщику. Именно он должен установить наилучший способ продажи активов. При этом критерием выступает максимизация чистой выручки от продажи активов. Выделяют два способа ликвидации:

- обычная (упорядоченная) продажа активов;
- форсированная (ускоренная) продажа активов.

Обычная (упорядоченная) продажа обеспечивает, как правило, относительно большую выручку. Но сравнительно большая ее часть «съедается» затратами на содержание активов. И, кроме того, величина чистой выручки отдаленного периода (FV, future value) существенно уменьшается при ее приведении (дисконтировании) к текущей стоимости (PV, present value). Форсированная (ускоренная) продажа обеспечивает относительно меньшую выручку, но позволяет освободиться (полностью или частично) от расходов на содержание материальных активов, предназначенных к реализации.

Выбор способа продажи активов ликвидируемого предприятия — это, по существу, задача на нахождение оптимума. Критерием же выступает объем чистой выручки. Определение способов продажи и соответственно временных рамок ликвидационных процедур особенно важно при обосновании условий продажи нематериальных активов. Как правило, в бухгалтерском балансе их ценность представлена исходя из объема затрат на приобретение или создание (разработку). Нужна же их рыночная стоимость. И эта стоимость (PV) меняется в зависимости от сроков реализации.

**Четвертый этап.** Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия. Разработка календарного графика ликвидации активов предприятия осуществляется с целью максимизировать, насколько это возможно, выручку от продажи активов для погашения имеющейся за предприятием задолженности. Как правило, предполагается, что производственная деятельность предприятия прекращается и осуществляется лишь процесс ликвидации предприятия. Ликвидация крупного предприятия занимает около двух лет.

Продажа различных видов активов предприятия может быть произведена в разные сроки, например недвижимое имущество предприятия (земельный участок, здания, сооружения) может быть реализовано только за довольно продолжительный промежуток времени. Причем этот срок зависит:

- от профиля предприятия (чем универсальнее характер производства, т.е. чем легче осуществить репрофилирование предприятия, тем легче и быстрее его продать);
- от степени загрязнения земельного участка и технологического состояния зданий и сооружений;
- от степени развития и инвестиционной активности отрасли, в которой функционировало предприятие;
- от эффективности рекламной кампании и действий риэлторов, занимающихся продажей недвижимости.

В любом случае максимальный срок продажи всех активов крупного предприятия может составить 24 месяца. Оборудование, машины и механизмы предприятия могут быть проданы и вывезены в более короткий срок, чем остальные активы, например запасы, сырье и материалы можно реализовать сразу же после принятия решения о продаже активов предприятия.

В качестве одного из вариантов может быть предложен календарный график ликвидации активов предприятия, представленный в табл.5.4.

Таблица 5.4

Календарный график ликвидации активов предприятия

Наименование актива	Срок реализации, мес.
Недвижимость (земля, здания, сооружения)	20
Оборудование (машины и механизмы)	10
Нематериальные активы	6
Дебиторская задолженность	3
Производственные запасы, готовая продукция, товары и пр.	3
Ценные бумаги других предприятий	2

**Пятый этап.** Расчет валовой выручки от реализации как материальных, так и нематериальных активов путем определения их рыночной стоимости. Для этого необходимо определить рыночную стоимость каждого актива. Сумма этих стоимостей и составит величину будущей совокупной выручки.

Особое внимание уделяется определению степени ликвидности активов. Относительно более ликвидно, например, сырье по сравнению с неуконкомплектующим станком. Как правило,



большинство разновидностей сырья легко использовать в соответствующем производственном процессе. Продать можно далеко не все активы. В частности, гудвилл ликвидируемого предприятия утрачивает свою ценность.

**Шестой этап.** Определение и обоснование размеров затрат, связанных с ликвидацией предприятия. Выделяют прямые и косвенные издержки, связанные с ликвидацией предприятия.

**Прямые** — это преимущественно комиссионные вознаграждения и гонорары третьим лицам, т.е. тем, кто в той или иной мере вовлечен в процесс реализации активов, а также оплата судебных издержек, если ликвидация коммерческих организаций происходит на основании решения суда. Можно выделить выплаты: оценщику имущества, аукционисту, торговой фирме в соответствии с соглашением о продаже отдельных видов активов.

**Косвенные** — это расходы на содержание активов, точнее, на поддержание их в товарной и привлекательной форме, а также дополнительные затраты, обеспечивающие работоспособность предприятия:

- затраты на хранение запасов и готовой продукции до их продажи;
- затраты по налогообложению, страхованию и охране активов до их продажи;
- выходные пособия и выплаты работникам предприятия;
- управленческие расходы.

Именно на величину этих затрат уменьшается валовая выручка и тем самым определяется чистая выручка от реализации активов.

**Седьмой этап.** Обоснование ставки дисконта выручки от продажи активов и связанных с этой операцией неизбежных затрат. При обосновании этой ставки принимают во внимание:

- ликвидность активов компании. Скидки на низкую их ликвидность значительны. Даже готовую продукцию зачастую предлагают со скидками 30–40% от ее оптовой цены;
- масштабы издержек по продаже активов. В большинстве случаев издержки могут достигать 20% их стоимости;
- порядок продажи активов (упорядоченный или форсированный).

На этом этапе происходит оценка рисков продажи активов. Согласно международной практике риски здесь существенны, и ставки дисконтирования устанавливаются, как правило, в диапазоне от 35 до 60% (ежегодно).

**Восьмой этап.** Расчет ликвидационной стоимости предприятия. Так как в календарном графике ликвидации активов заложены различные сроки их продажи, то ликвидационная стоимость каждого актива будет определяться путем дисконтирования полученной на седьмом этапе чистой выручки от реализации активов, т.е. выручки от реализации активов и затрат на ликвидацию предприятия по ставке дисконта, учитывающей риск, связанный с продажей активов. Они могут варьироваться.

**Девятый этап.** Корректировка ликвидационной стоимости в связи с появлением дополнительных операционных прибылей или операционных потерь.

Конечно, при определении ликвидационной стоимости нужно исходить из того, что ликвидируемая организация, как правило, полностью или частично прекращает свою хозяйственную активность. Однако возможны ситуации, когда на счета ликвидируемого юридического лица поступают дополнительные денежные средства, например, в погашение дебиторской задолженности или в результате частичного продолжения хозяйственной деятельности.

Возможно и обратное, когда ликвидируемая организация несет дополнительные потери, например, в связи с тем, что договор по аренде занимаемых ею (организацией) складских помещений расторгнут не вовремя.

**Десятый этап.** Оценка ликвидационной стоимости, приходящейся на долю собственника (акционеров). Из полученной на предыдущем этапе ликвидационной стоимости вычитаются все обязательства ликвидируемого юридического лица.

При формулировании окончательного вывода относительно ликвидационной стоимости предприятия необходимо проанализировать еще раз факторы, имеющие отношение к стоимости собственно имущества, и факторы, обуславливающие уровень управления предприятием. Например, если ситуация банкротства предприятия обусловлена низким уровнем управления, то это обстоятельство не должно негативно отразиться на ликвидационной стоимости предприятия. Если же причиной банкротства явилось местоположение предприятия или техническое состояние

активов предприятия, то эти факторы существенно снизят уровень ликвидационной стоимости предприятия. Таким образом, при оценке ликвидационной стоимости предприятия эксперт-оценщик должен предварительно выяснить причины банкротства и только потом формулировать окончательное мнение о его ликвидационной стоимости.

### Контрольные вопросы

1. Какая базовая формула лежит в основе имущественного подхода?
2. Перечислите основные сферы применения метода накопления активов.
3. Назовите основные этапы оценки методом накопления активов?
4. Как оценивается рыночная стоимость финансовых инвестиций в методе накопления активов?
5. Как оценивается дебиторская и кредиторская задолженность в методе накопления активов?
6. Какова идея и алгоритм метода избыточных прибылей?
7. Назовите основные этапы оценки методом стоимости чистых активов.
8. Перечислите случаи, когда требуется оценка ликвидационной стоимости.
9. Назовите основные этапы оценки ликвидационной стоимости предприятия.

### Литература

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
2. *Голубев В.* Как оценить ликвидационную стоимость // Рынок ценных бумаг. — 1997. — №20.
3. *Григорьев В.В., Островкин И.М.* Оценка предприятий: Имущественный подход: Учебно-практическое пособие. — М.: Дело, 2000.
4. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.
5. Оценка недвижимости: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2002.

## Тема 6. ОЦЕНКА ПАКЕТА АКЦИЙ (ДОЛИ) ПРЕДПРИЯТИЯ

### 6.1. АЛГОРИТМ ОЦЕНКИ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Инвестор может приобретать не все 100% акций (паев) предприятия, а лишь конкретный пакет его акций (пай), рассчитывая перепродать этот пакет по интересующей его прогнозной рыночной стоимости. В последнем случае инвестор, осуществляющий в предприятие прямые или портфельные инвестиции, будет пытаться определять чистую текущую стоимость своей инвестиции по покупке пакета акций компании, основываясь на следующем:

- разумной рыночной стоимости рассматриваемого пакета акций (доли) на момент его приобретения (затраты на покупку пакета акций окажутся стартовыми инвестициями акционера);
- ожидаемых положительных денежных потоках в виде дивидендов с рассматриваемого пакета акций;
- ожидаемого дохода от его перепродажи по прогнозируемой (на момент перепродажи) рыночной цене этого пакета акций (доли в предприятии).

Если чистая текущая стоимость инвестиции, по расчетам потенциального акционера (в том числе покупателя вновь выпускаемых специально для него акций, соучредителя предприятия на момент его основания), окажется положительной (хотя бы не меньшей нуля), то потенциальный акционер действительно приобретет рассматриваемый пакет акций (долю в предприятии). Если же чистая текущая стоимость проекта инвестирования в предприятие будет отрицательна, то данный пакет акций приобретать не станут.

Очевидно, получаемая цифра будет зависеть и от того, когда намечается перепродавать рассматриваемый пакет акций (долю): тогда, когда, например, молодое предприятие еще не успеет завершить освоение перспективной продукции или когда оно успеет это сделать и начнет зарабатывать растущие прибыли.

Некоторые инвесторы (например, пенсионные фонды) имеют твердые предпочтения в отношении срока держания средств в приобретаемых пакетах акций, т.е. для них время перепродажи строго фиксировано. Задача для этих инвесторов может ставиться так: на какую максимально приемлемую цену за предлагаемый инвестору пакет акций ему следует согласиться при определенной реалистичным бизнес-планом предприятия прогнозной рыночной стоимости пакета по состоянию на срок прогнозного периода, так чтобы все-таки показатель чистой текущей стоимости для инвестора оказался положительным или хотя бы равным нулю.

В любом из рассмотренных выше случаев необходимо оценивать именно стоимость конкретного пакета акций компании (конкретной ее доли).

Основополагающим принципом оценки пакетов акций является необходимость предварительно, если для этого есть возможность, оценить рыночную стоимость всей рассматриваемой компании в целом (100% ее обыкновенных акций — СК\*). Возможность следовать этому принципу обуславливается доступом оценщика к внутренней информации (балансовым отчетам, прогнозам денежных потоков и пр.) рассматриваемой компании.

Оценка конкретного пакета акций компании, по которой предварительно определена рыночная (либо инвестиционная) стоимость (СК\*), осуществляется согласно следующему алгоритму:

1. Оценочная стоимость предприятия в целом уменьшается пропорционально доле рассматриваемого пакета акций в 100% обыкновенных акций фирмы:

$$V_{\text{пак}} = \text{СК}^* \times d,$$

где  $d$  — относительный размер, в долях единицы, оцениваемого пакета акций (оцениваемой доли) в 100% обыкновенных акций (уставном капитале) предприятия;

$$d = N_{\text{пак}} / N_{\text{обр}},$$

где  $N_{\text{пак}}$  — количество акций в предлагаемом (приобретаемом) пакете;

$N_{\text{обр}}$  — число акций предприятия, находящихся в обращении (за исключением акций, выкупленных акционерным обществом или еще не размещенных на рынке).

2. Внесение в показатель  $V_{\text{пак}}$  поправки с учетом степени контроля над компанией, которую способно дать инвестору приобретение пакета ее акций размером  $d$ .

3. Корректировка стоимости пакета акций (доли) предприятия в зависимости от факта (при более тщательном анализе — степени) ликвидности или неликвидности акций (долей) оцениваемой компании.

4. Если акции оцениваемой фирмы неликвидны, осуществляются скидки с результата предыдущих корректировок показателя  $V_{\text{пак}}$ , если акции оцениваемой компании при этом еще и не размещены на фондовом рынке.

Первый шаг приведенного алгоритма не требует комментариев.

## 6.2. УЧЕТ ПРИОБРЕТАЕМОГО КОНТРОЛЯ ПРИ ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПАКЕТА АКЦИЙ

При проведении второго шага изложенного выше алгоритма встает вопрос о том, как влияет на стоимость одной акции (одной процентной единицы уставного капитала) предприятия в составе приобретаемого пакета (пая) то, контрольным (при существующем распределении акций или паев среди остальных инвесторов фирмы) или неконтрольным является предлагаемое инвестору участие в капитале предприятия.

Определимся с понятиями.

**Мажоритарная доля** (контрольный пакет акций) — участие в собственности, обеспечивающее более чем 50% «голосующих» акций в бизнесе.

**Мажоритарный контроль** — степень контроля, обеспечиваемая мажоритарной долей.

**Миноритарная доля** (неконтрольный пакет акций, «доля меньшинства») — участие в собственности, обеспечивающее менее 50% «голосующих» акций в бизнесе.

**Миноритарная скидка** — скидка на отсутствие контроля, применяемая к миноритарному пакету.

Премия за контроль представляет собой стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций. Она отражает дополнительные возможности контроля над предприятием (по сравнению с меньшей долей, т.е. владением неконтрольным пакетом акций).

Скидка за неконтрольный характер (миноритарная скидка) — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета (в общей стоимости пакета акций предприятия) с учетом ее неконтрольного характера.

Стоимость владения (распоряжения) контрольным пакетом всегда выше стоимости владения (распоряжения) неконтрольным пакетом. Это обуславливают следующие основные элементы контроля:

- 1) выборы Совета директоров и назначение менеджеров;
- 2) определение вознаграждения менеджеров и их привилегий;
- 3) определение политики предприятия, изменение стратегии развития бизнеса;
- 4) принятие решений о поглощениях или слияниях с другими компаниями;
- 5) принятие решений о ликвидации, распродаже имущества предприятия;
- 6) принятие решений об эмиссии;
- 7) изменение уставных документов;
- 8) распределение прибыли по итогам деятельности предприятия, в том числе установление размеров дивидендов;
- 9) принятие решения о продаже или приобретении собственных акций компании.

Вместе с тем необходимо иметь в виду, что на практике часто начинают действовать факторы, ограничивающие права владельцев контрольных пакетов и снижающие стоимость контроля. К таким факторам относятся: эффект распределения собственности, режим голосования, контактные ограничения, финансовые условия бизнеса.

Скидки (премии) в зависимости от степени контроля, который обеспечивается предлагаемым (приобретаемым) пакетом акций (паем), следует вводить в расчет по той причине, что инвестор, покупающий контроль над предприятием, в состоянии использовать любой из существующих каналов доступа к капиталу, который вложен в предприятие, и к доходам, заработанным предприятием с этого капитала.

Действительно, контролирующий инвестор может:

- получать дивиденды (решая большинством своих голосов на собрании акционеров или пайщиков вопрос об их выплате);
- перепродавать с рыночным выигрышем свои ликвидные акции на фондовом (вторичном) рынке;
- использовать свое влияние для трансфертных сделок предприятия (не по рыночным ценам) в пользу третьих аффилированных с ним лиц (по крупным сделкам это запрещается законом, но трудно доказуемо);
- завышать свою собственную заработную плату, получаемую от предприятия, если имеется в виду прямой либо косвенный частный инвестор, который одновременно выступает менеджером или иным прочим работником предприятия;
- получить в удобный момент свободный от долгов остаток имущества предприятия при добровольной его ликвидации по настоянию контролирующего инвестора;
- решать вопросы продажи в нужное время либо сдачи в аренду нефункционирующих активов предприятия, количество которых, пользуясь своим влиянием, контролирующий инвестор способен произвольно увеличивать, сокращая объем операций предприятия.

Имея в виду указанные преимущества, можно утверждать, что цена одной акции и всего пакета акций должна содержать премию за контроль, если размер такого пакета акций (пая) с определенным распределением его обычных (голосующих) акций (паев) среди прочих инвесторов предоставляет приобретающему подобный пакет акций инвестору фактический контроль над предприятием и решением перечисленных выше вопросов.

При расчете рыночной либо инвестиционной стоимости пакета акций предприятия многое зависит от того, каким из методов оценки бизнеса получают оценку стоимости всего капитала предприятия (СК\*) в целом (всех 100% его обыкновенных акций или всего уставного капитала).



**Метод рынка капитала** ориентирован на оценку всего предприятия или одной его акции (одной процентной единицы капитала паевой фирмы типа ООО) как бы глазами инвестора, приобретающего в предприятии долю меньшинства. Используемые в этом методе мультипликаторы изначально рассчитываются по котировкам рыночной цены ликвидных акций компании-аналога, которые на фондовом рынке покупались и продавались мелкими пакетами.

Поэтому, если в конкретном рассматриваемом случае необходима оценка рыночной стоимости контрольного пакета акций предприятия, то к величине СК\* следует добавить некую премию за контроль. По разным оценкам (основанным преимущественно на международной статистике фондовых рынков), премия за контроль может достигать 30–40% от тогда лишь предварительной оценки значения СК\*, получаемого этим методом.

**Метод сделок**, напротив, изначально ориентирован на получение оценки рыночной стоимости предприятия в расчете на инвестора, приобретающего контроль. Если стоимость предприятия оценивается для инвестора, приобретающего контроль над фирмой, то он не требует добавления к получаемой этим методом величине СК\* премии за контроль, так как используемые в методе сделок мультипликаторы рассчитаны по ценам тех сделок с акциями компании-аналога, результатом которых являлась передача контроля над компанией покупателю.

Если же стоимость предприятия и одной его акции в составе приобретаемого пакета оценивается для инвестора, который приобретает не дающую контроля долю меньшинства в фирме, то, наоборот, нужно, очевидно, уменьшить полученную методом сделок величину СК\* на определенную скидку за неконтрольный характер рассматриваемого пакета (пая). По данным международной статистики фондовых рынков, скидка за неконтрольный характер составляет обычно 20–25% предварительной оценки предприятия.

**Метод дисконтированного денежного и метод накопления активов** также выводят сразу на оценку стоимости предприятия при обладании контроля над ним, следовательно, не требуют добавления к величине СК\* премии за контроль, если в реальном рассматриваемом случае будет предлагаться/приобретаться контрольный пакет акций или контрольный пай предприятия. Напротив, если в реальном рассматриваемом случае в оцененном этими методами предприятии будет предлагаться/приобретаться неконтрольная доля меньшинства, необходима указанная скидка за неконтрольный характер пакета/пая.

Размеры присущих отрасли премий за контроль и скидок за неконтрольный характер оцениваемого пакета акций численно, как правило, не совпадают. Это объясняется тем, что премии за контроль рассчитываются на основе статистики, которая отражает перепад в ценах на акции тех же компаний между ценой акции в составе пакетов, скупаемых для увеличения степени контроля за предприятием, и ценой акций в обычных сделках купли-продажи мелких пакетов акций. В то же время скидки за недостаточный контрольный характер пакета акций определяются на базе сравнения стоимости акций в обычных сделках с мелкими их пакетами и их цены, когда мелкими пакетами распродают крупные пакеты акций.

В зарубежной практике средние показатели премий за контроль публикуются в ежегодно издаваемом статистическом обзоре слияний компаний («Mergestat Review»). В России таких изданий нет, поэтому специалисты на практике используют данные зарубежных источников либо рассчитывают самостоятельно.

### **6.3. ВЛИЯНИЕ ЛИКВИДНОСТИ АКЦИЙ И РАЗМЕЩЕННОСТИ ИХ НА РЫНКЕ НА СТОИМОСТЬ ПАКЕТА**

Точно так же возникает проблема учета воздействия на стоимость степени ликвидности акций (паев) предприятия. Ликвидность здесь понимается как способность акций (паев) или даже конкретного пакета акций быть проданными на вторичном фондовом рынке (другим инвесторам) в достаточно короткое время за цену, которая бы незначительно отличалась от цены «неторопливой» (за разумное время) продажи.

Фактор учета ликвидности акции оцениваемой компании существен лишь для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием. Ему важно сохранить возможность извлечь из предприятия свои средства (чтобы они не оказались заблокированными там) в момент, когда ему это удобно (согласно потребительским или иным инвестиционным планам).



Таким образом, если оценивается неконтрольный пакет акций (доля меньшинства), а акции предприятия неликвидны (доля в предприятии свободно нереализуема), то со стоимости этого пакета, в которой уже учтена степень обеспечиваемого пакетом акций контроля над предприятием, необходимо произвести скидку за недостаток ликвидности акций. Обычно скидка за недостаток ликвидности акций составляет порядка 20–25%. Конечно, в разных отраслях (на основе специально собираемой статистики) она может различаться.

Оценивая крупный пакет акций, обеспечивающий контроль над предприятием, фактором ликвидности можно вообще пренебречь. В случае необходимости, контролирующей компанию инвестор приобретает возможность по-иному извлечь свои средства (непосредственно из предприятия, с его счета и за счет его имущества, например, заставляя подконтрольных менеджеров компании выкупать акции владельца фирмы за счет средств предприятия, иногда даже в ущерб интересам прочих совладельцев фирмы).

На последнем, четвертом, шаге алгоритма необходимо учесть факт размещенности или неразмещенности неликвидных акций на фондовом рынке. Размер скидки за неразмещенность акций определяется на основе статистики издержек по размещению на фондовом рынке акций сходных по размеру компаний той же отрасли, что и рассматриваемая фирма, т.е. издержек по регистрации акций для обращения, по включению в листинг фондовых бирж, по найму постоянных брокеров и пр. Ориентировочно размер скидки за неразмещенность акций компании на фондовом рынке составляет 10–15% стоимости акций, ранее уже скорректированной с учетом факторов степени обеспечиваемого пакетом акций контроля над бизнесом, а также степени ликвидности акций.

#### 6.4. ОЦЕНКА ПОГЛОЩАЕМОГО БИЗНЕСА

Действительно 100%-ный контроль над компанией, в которой приобретается крупный пакет акций, можно получить, если речь идет о поглощении фирмы, а не о слиянии с ней.

*Поглощения* (acquisitions) отличаются от *слияний* (mergers) тем, что поглощающая фирма *приобретает* (зачастую по частям от многих сравнительно мелких акционеров) *контрольный пакет поглощаемого предприятия*. При этом если приобретается пакет, превышающий 75% обычных акций поглощаемой компании (дающий право на ее ликвидацию в результате голосования тремя четвертями акций), то поглощение может привести к потере поглощаемым предприятием своей юридической самостоятельности и превращению его в подразделение (структурную единицу) поглощающей фирмы. Если же приобретается контрольный пакет, составляющий менее 75% обыкновенных акций, то поглощенная компания может не потерять своей юридической самостоятельности, но окажется выраженным дочерним предприятием (филиалом) поглощающей фирмы.

При любом из этих вариантов, однако, поглощенное предприятие теряет свою самостоятельность в решении как стратегических вопросов развития, так и многих тактических задач, сводящихся к определению желательных поставщиков и клиентов, цен, условий поставок и оплаты по заключаемым договорам, найма работников (особенно высшего звена) и пр.

Поглощение предприятий может преследовать такие цели, как:

- диверсификация хозяйственной деятельности промышленной компании-покупателя путем приобретения контроля (с последующим преобразованием поглощенной фирмы в собственную структурную единицу без прав юридического лица) над компанией, которая специализируется на выгодном и перспективном виде деятельности (продукте);
- оптимизация инвестиционного портфеля финансовой компании-покупателя (в целях максимизации доходов с этого портфеля);
- повышение степени своей вертикальной интеграции компании-покупателя, если путем поглощения предприятий-смежников (поставщиков ресурсов или заказчиков продукции) приобретается контроль над большей частью всего цикла выпуска и продаж конечного продукта.

Интересно, что в ряде случаев «предоставление себя для поглощения или слияния» тоже в состоянии резко повысить рыночную стоимость финансово-кризисного предприятия. Его погло-

щение может рассматриваться в качестве способа его финансового оздоровления. Эффект этого способа становится ощутимым, если финансово-кризисное предприятие поглощается:

- его финансово-здоровым кредитором, постоянным поставщиком или клиентом;
- сторонней финансово-здоровой фирмой из любой отрасли;
- инвестиционной компанией или банком, которые до сих пор не имели финансовых отношений с данным предприятием.

Во всех этих случаях поглощение служит крайнем средством финансового оздоровления, предполагающим, что ради него владельцы не приносящего доход предприятия окончательно жертвуют своей собственностью и соглашаются на «откупные» за принадлежащие им акции (паи). Менеджеры поглощаемого предприятия, скорее всего, тоже в итоге потеряют свои посты.

Существуют и другие случаи, когда фирма поглощается из-за ее высокой рыночной привлекательности, т.е. оценка бизнеса поглощаемой фирмы сама по себе оказывается высокой и имеет тенденцию к росту. Здесь можно выделить три типичные ситуации, когда поглощаемая компания является:

- закрытой и тогда для правильного решения о целесообразности ее поглощения необходимо прямое применение всех доступных методов оценки бизнеса;
- открытой с хотя бы регулярно котируемыми акциями, по которым уже проявился тренд роста их рыночной стоимости;
- открытой с хотя бы регулярно котируемыми акциями, по которым тренд роста их рыночной стоимости не проявился, но ее акции, как видно из более детального анализа, фондовым рынком временно недооцениваются.

Наиболее интересна и наиболее потенциально выгодна для компании-покупателя последняя ситуация.

**«Мифом о разводнении акций» поглощаемого предприятия** называется ложное временное впечатление об уменьшении для акционеров поглощающей компании прибылей (подлежащих распределению акционерам) и воплощенного в курсовой стоимости их акций «богатства», когда, по сути, на деньги акционеров этой компании приобретаются акции временно недооцененной рынком поглощаемой фирмы. И то и другое после преодоления указанной недооценки и выявления устойчивого тренда в повышенных темпах роста прибылей поглощаемой фирмы компенсируется.

Компания, формирующая собственный инвестиционный портфель (типа инвестиционной компании), может увеличить свою рыночную стоимость, если будет принимать обоснованные решения по приобретению пакетов акций тех фирм, которые пока на фондовом рынке недооценены, и чьи акции способны существенно подняться в цене в достаточно близком будущем.

Типичным является то, что некоторые — зачастую молодые — компании с уже размещенными на рынке акциями по соображениям сохранения коммерческой тайны в течение некоторого времени не публикуют информацию об уже наметившемся тренде роста дополнительных прибылей в результате осуществления ими проектов по освоению новой продукции или новых технологических процессов. Тогда между недооценивающим их фондовым рынком и компанией-рейдером (компанией, делающей ставку на политику поглощений), которая старается отыскать подобные предприятия, образуется информационная асимметрия, в условиях которой компания-инвестор может прогнозировать рост прибылей молодой фирмы, еще не принимаемый во внимание фондовым рынком.

Покупка пакетов акций таких фирм, на первый взгляд, означает разводнение акций владельцев компании-инвестора, т.е. неэффективное расходование ее инвестиционных ресурсов, приводящее к снижению дохода с акций указанной компании и падению их стоимости. Однако эффект разводнения акций оказывается временным. Акции фирмы — объекта инвестиций дорожают после подтверждения фондовым рынком ранее не принимавшегося во внимание тренда только наметившегося роста прибылей, и стоимость компании-инвестора не только в итоге не снижается, но и растет.

Описанное выше произойдет лишь тогда, когда акции временно недооцененной фондовым рынком молодой фирмы приобретаются по цене, не превышающей некоторую предельную максимально допустимую, которую устанавливают также в зависимости от доходности и цены акций компании-инвестора. Для открытых компаний — объектов инвестирования — это означает, что по ним необходимо определить то пороговое значение коэффициента «Цена / Прибыль», которое соответствует упомянутой предельной максимально допустимой цене.

### Контрольные вопросы

1. В чем состоит основополагающий принцип оценки пакетов акций (долей) закрытых компаний или компаний с недостаточно ликвидными (лишь регулярно котируемыми на основе сильно расходящихся цен продажи и покупки) акциями?
2. Какие факторы и в какой последовательности следует учесть при корректировке стоимости пакета акций оцениваемой компании, рассчитанной как пропорциональная часть общей стоимости компании?
3. Почему владельцу контрольного пакета акций предприятия неважно, являются ли акции этого предприятия ликвидными?
4. Каким образом на практике определяются скидки (премии), учитывающие степень обеспечиваемого рассматриваемым пакетом акций контроля над предприятием, а также ликвидность и размещенность акций на фондовом рынке?
5. Почему методы дисконтированного денежного потока, накопления активов и сделок адекватны оценке крупных (дающих возможность ввести в состав совета директоров своих представителей) пакетов акций, а метод рынка капитала — оценке мелких пакетов акций?
6. Что такое разводнение акций?
7. Как определяется максимально приемлемая, не допускающая разводнения акций фирмы-инвестора, цена покупки временно недооцененных фондовым рынком быстро растущих молодых компаний, по поводу которых поглощающая их компания имеет недоступную рынку достоверную информацию о прогнозе их прибылей?

### Литература

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
2. *Лысенко К.* Методы оценки компаний-«целей» в процессе враждебных захватов. Российская практика // Рынок ценных бумаг. — 2001. — №11.
3. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.

## Раздел III

# УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

---

### Тема 7. КОНЦЕПЦИЯ УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ И СОВРЕМЕННЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ

#### 7.1. УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ: СУЩНОСТЬ, ПРИНЦИПЫ, ЭТАПЫ РАЗВИТИЯ

Экономическое сообщество неоднократно ставило перед собой задачу, заключающуюся в максимально эффективном использовании ресурсов и получении максимальной отдачи на вложенный капитал. В связи с ответом на данный вопрос происходила эволюция концепций управления компанией. В качестве базовых концепций выдвигались: концепция оптимального соотношения долей собственного и заемного капитала, концепция увеличения доли предприятия на рынке, концепция максимизации прибыли и уровня дивидендных выплат и другие, при этом определялись показатели, отражающие степень эффективности деятельности компании (табл.7.1.).

Таблица 7.1

**Показатели определения стоимости и эффективности деятельности компании**

1920-е годы	1970-е годы	1980-е годы	1990-е годы
1. Модель Дюпона 2. Рентабельность инвестиций	1. Чистая прибыль на одну акцию 2. Коэффициент соотношения цены акции и чистой прибыли	1. Коэффициент соотношения рыночной и балансовой стоимости акций 2. Рентабельность акционерного капитала 3. Рентабельность чистых активов 4. Денежный поток	1. Экономическая добавленная стоимость 2. Прибыль до выплаты процентов, налогов и дивидендов 3. Рыночная добавленная стоимость 4. Сбалансированная система показателей 5. Показатель совокупной акционерной доходности 6. Денежный поток отдачи на инвестированный капитал

В последнее десятилетие наиболее популярной становится концепция увеличения стоимости компании. В наиболее концентрированном виде суть концепции управления стоимостью предприятия сводится к следующему: с точки зрения акционеров (инвесторов) фирмы управление ею должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости фирмы и ее акций.

Рост рыночной стоимости фирмы и ее акций позволяет акционерам (инвесторам) получать для них самый значимый по сравнению с другими его формами доход от вложений в фирму, а именно:

- 1) курсовой денежный доход от перепродажи всех или части принадлежащих им акций;
- 2) курсовой неденежный доход, выражающийся в увеличении стоимости (ценности) принадлежащих акционерам чистых активов, а значит, и суммы их собственного капитала.

В настоящее время концепция стоимости принята экономическим сообществом в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Концепция стоимости советует отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев успешности функционирования компании и принимать во внимание только один критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, — вновь добавленная стоимость.

Концепция стоимости базируется на следующих принципах:

1. Наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании — это поток денежных средств, генерируемый компанией.

2. Новые капитальные вложения компании должны осуществляться только при условии, что они создают новую стоимость. При этом создают стоимость новые инвестиции только тогда, когда рентабельность этих вложений выше затрат на привлечение капитала.

3. В изменяющихся условиях окружающей экономической среды сочетание активов компании (ее инвестиционный портфель) также должно меняться с целью обеспечения максимального роста стоимости компании.

Отказ от традиционных бухгалтерских показателей в концепции стоимости объясняется очень просто — бухгалтерская отчетность не всегда объективно выражает текущее финансовое состояние компании и ее финансовые результаты. Постоянно усложняющаяся методология бухгалтерского учета позволяет руководству предприятий существенно исказить сведения о финансовых результатах их компаний. Череда бухгалтерских скандалов, имевших место в США, яркое тому подтверждение. Не надо и говорить, что российская система бухгалтерского учета представляет заинтересованным пользователям еще меньше достоверной и объективной информации.

При оценке стоимости необходима самая полная информация. Стоимость учитывает долгосрочные перспективы деятельности компании, так как в основе концепции стоимости — прогнозирование денежных потоков, которые в будущем принесут активы компании. Таким образом, в отличие от других показателей, стоимость всегда долгосрочный показатель. Постановка во главу угла краткосрочных показателей (прибыль на акцию, рентабельность собственного капитала) может привести к практике «выжимания соков» из компании и ее финансовой несостоятельности в будущем.

Концепция стоимости позволяет очень просто объяснить причины перелива капитала из одной компании, отрасли, страны в другую. Капитал — это самовозрастающая категория, его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если роста стоимости капитала не происходит, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта стоимость будет создаваться.

Наиболее часто реализуемыми в практической деятельности концепциями управления стоимостью являются:

- 1) стратегия конкурентной борьбы по Майклу Портеру (Porter's Value Chain Framework);
- 2) сбалансированная система показателей (Balanced Scorecard (BSC)), разработанная американскими экономистами Р.Капланом и Д.Нортоном;
- 3) модель структурной перестройки (Model «Pentagon» McKinsey).

Подробный анализ этих концепций не входит в задачи настоящего учебно-методического комплекса. Заметим только, что цель указанных концепций — увеличение стоимости бизнеса для акционеров путем реализации обозначенных системы мероприятий.

Руководство компаний должно понимать, что компания находится в постоянной конкурентной борьбе с другими компаниями за капитал инвесторов и, если фирма не может обеспечивать приемлемого для инвесторов роста стоимости капитала, то она лишается этого ресурса, этого фактора производства, без которого невозможно ее дальнейшее функционирование. Построение системы управления стоимостью начинается с базового уровня и захватывает управленческую и финансовую системы, сложившиеся в компании.

Переход к концепции управления стоимостью обуславливает необходимость выявления факторов роста стоимости компании, воздействуя на которые, менеджеры могли бы существенно повысить стоимость.

Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние (факторы, не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании) и внутренние (факторы, подвластные менеджменту). Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляционные риски и т.д.) вовсе не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента, на наш взгляд, состоит в том,



чтобы «защитить» стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени.

Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее единиц. Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать. Чтобы факторами стоимости можно было пользоваться, надо установить их соподчиненность, степень влияния каждого фактора на стоимость компании, назначить ответственных лиц (подразделения, конкретные люди). Некоторые факторы стоимости нельзя рассматривать в отрыве друг от друга, — например, классическая связка — цена/объем продаж. При этом в процессе развития организации может изменяться степень влияния конкретного фактора на стоимость компании.

В рамках концепции управления стоимостью предприятия предполагается, что менеджеры фирмы нацеливаются на действия и управленческие решения, которые не столько увеличивают текущие либо надежно планируемые на ближайшие периоды прибыли фирмы, сколько создают основу для получения гораздо больших и даже, возможно, четко не прогнозируемых прибылей в более отдаленном будущем, что, однако, способно резко повысить текущую или будущую рыночную стоимость компании.

В реальной управленческой практике на рыночную стоимость компании, на уровень текущих и ожидаемых прибылей могут повлиять два основных типа проектов:

- 1) конкретные инвестиционные проекты предприятия, связанные, как правило, с созданием и освоением продуктовых и процессных инноваций, — инновационные проекты;
- 2) проекты по реструктуризации (реорганизации) компании, содержанием которых обычно служат мероприятия по слиянию с поставщиками покупных ресурсов, фирмами — держателями сбытовых и дилерских сетей и т.п.

По мере осуществления проектов менеджерам придется постоянно прибегать к оценке того, как реализуемые проекты влияют на рыночную стоимость компании и ее акций. Это заставляет ориентированный на рост стоимости компании менеджмент опираться на мнения независимых оценщиков бизнеса по поводу того, как управленческие решения в отношении реализации инновационных проектов изменяют гипотетическую (которая установилась бы в случае опубликования соответствующей информации) текущую рыночную стоимость фирмы и ее прогноз на интересующее среднесрочных инвесторов будущее.

Таким образом, роль оценки бизнеса в практическом управлении стоимостью компании заключается в обеспечении постоянного мониторинга за тем, как решения по управлению проектами влияют на текущую или прогнозируемую рыночную стоимость компании и (или) ее имущественного комплекса.

## **7.2. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ, БАЗИРУЮЩИЕСЯ НА ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКАХ (FCF, ECF, CCF)**

Денежный поток — ключевой показатель для принятия управленческих решений. Методы оценки, базирующиеся на дисконтировании денежных потоков, являются наиболее простыми и распространенными моделями оценки. Однако в рамках концепции управления стоимостью в качестве получения текущих управленческих ориентиров эти методы используются ограниченно, так как не позволяют получить данные о добавленной стоимости за период времени без прямого сравнения двух величин стоимости.

Однако модели денежного потока являются самыми удобными инструментами оценки стоимости компании. В процессе управления стоимостью модели денежного потока можно использовать в следующих случаях:

- расчет рыночной стоимости инвестированного капитала в первоначальный период времени (до внедрения механизмов расчета добавленной стоимости). Причем расчет рыночной стоимости инвестированного капитала необходим на уровне как всего предприятия, так и его отдельных подразделений;

• расчет стоимостного эффекта отдельных управленческих решений (сделок слияний и поглощений, инвестиционных проектов с нестабильными денежными потоками и т.п.) — в силу наибольшей гибкости и, следовательно, максимальной адекватности экономическим реалиям моделей денежного потока. Многие элементы моделей денежного потока (расчета денежных потоков, ставок дисконтирования) используются в моделях добавленной стоимости.

**Стоимость бизнеса.** Существует несколько точек зрения о том, что следует понимать под стоимостью бизнеса (стоимостью компании). В российской оценочной практике большинство специалистов под стоимостью бизнеса понимают стоимость собственного капитала компании (100% акций для акционерного общества). Таким образом, бизнес рассматривается в основном с позиций собственника.

В зарубежной практике существует и другая точка зрения, согласно которой под стоимостью бизнеса (стоимостью компании) понимают в большинстве случаев стоимость всего инвестированного в фирму капитала, которым менеджеры управляют в интересах инвесторов (как акционеров, так и долгосрочных заемщиков). В этом случае бизнес (компания) рассматриваются с позиций менеджмента. Отличие в расчетах стоимости всего инвестированного капитала либо только собственного капитала будет заключаться в использовании разных денежных потоков — для всех инвесторов либо только собственников и разных ставок дисконтирования, отражающих риск всех инвесторов либо риск только собственников компании.

Несмотря на простоту моделей денежных потоков, существует несколько методологических особенностей, которыми практикующие оценщики, исходя из уже сформировавшейся практики оценочной деятельности, часто пренебрегают, в результате чего получают ошибочные результаты.

Начнем с более подробного рассмотрения каждого из компонентов трех моделей денежных потоков: *Free Cash Flows* (FCF), *Equity Cash Flows* (ECF), *Capital Cash Flows* (CCF).

Денежные потоки компании могут быть выражены в следующем виде:

- CCF (*Capital Cash Flows*) — денежный поток для всего капитала компании (в российской практике не распространен), данный денежный поток считается для всего капитала и доступен акционерам и кредиторам компании, учитывает так называемый «налоговый щит» — часть расходов, выведенных из-под налогообложения (проценты по заемным средствам);
- ECF (*Equity Cash Flows*) — денежный поток для собственного капитала компании, данный денежный поток доступен для акционеров (собственников) компании;
- FCF (*Free Cash Flows*) — «очищенный» денежный поток. Как и CCF является денежным потоком, доступным акционерам и кредиторам компании, но не включает налоговые преимущества.

Особенности расчета стоимости моделями денежного потока представлены в табл.7.2.

Таблица 7.2

**Особенности расчета стоимости моделями денежного потока**

FCF (Free Cash Flows)	CCF (Capital Cash Flows)	ECF (Equity Cash Flows)
<i>Денежный поток</i>		
Денежный поток для всех инвесторов компании без учета положительного эффекта «налогового щита»	Денежный поток для всех инвесторов компании с учетом экономии на налогах по процентам, уменьшающим налоговую базу	Денежный поток для акционеров (собственников)
<i>Формула расчета</i>		
FCF = Прибыль компании до вычета налогов и процентов + Амортизация – Капиталовложения – Увеличение собственного оборотного капитала – Налоги без использования «налогового щита»	CCF = Прибыль компании до вычета налогов и процентов + Амортизация – Капиталовложения – Увеличение собственного оборотного капитала – Фактически уплаченные налоги (с учетом величины «налогового щита»)	ECF = Прибыль компании до вычета налогов и процентов + Амортизация – Капиталовложения – Увеличение собственного оборотного капитала – Погашение кредитов/займов + Новые кредиты/займы – Налог на прибыль
<i>Ставка дисконтирования</i>		
Средневзвешенная стоимость капитала с учетом налоговых преимуществ по заемным источникам (WACC)	Доходность активов компании — Expected Asset Return (в CAPM используется Asset Beta)	Доходность собственного капитала компании — Expected Equity Return (в CAPM используется Equity Beta)
<i>Получаемый результат</i>		
Стоимость инвестированного капитала	Стоимость инвестированного капитала	Стоимость собственного капитала

Существование «многовариантности» денежных потоков обусловлено использованием данной категории не только как инструмента в части определения стоимости компании, но и как инструмента, позволяющего управлять стоимостью компании путем отслеживания изменений и принятия на их основе эффективных управленческих решений.

Выбор конкретной модели в качестве базовой при расчете стоимости компании зависит от следующих основных моментов:

- 1) цели оценки — какой результат должен быть получен (стоимость собственного капитала или инвестированного);
- 2) исходной информации — так как каждая из трех моделей делает свой акцент на необходимой информации, оценщик должен выбирать модель оценки исходя из доступности и достоверности открытой информации;
- 3) адекватности предпосылок каждой модели экономическим реалиям конкретной компании и ее внешнего экономического окружения.

### **7.3. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ, ОСНОВАННЫЕ НА КОНЦЕПЦИИ ДОБАВЛЕННОЙ СТОИМОСТИ (EVA, SVA, MVA)**

Одной из современных концепций оценки стоимости стало измерение прироста стоимости и использование стоимостного подхода к управлению предприятием. Лидером этого подхода является американская консультационно-оценочная фирма «Стерн Стюарт» (Stern Stewart), которая разработала и активно внедряет в процедуру оценки компаний свой показатель. Он был назван «Экономическая добавленная стоимость» — ЭДС (Economic value added — EVA). Клиентами «Стерн Стюарт» являются такие крупнейшие корпорации, как «Кока-Кола», «Монсанто», «Проктор и Гэмбл», «Сименс», «ИБМ».

Ценность показателя EVA заключается в измерении прироста акционерной стоимости. Если EVA имеет положительное значение, то оцениваемая компания создала стоимость за анализируемый период, если EVA отрицательна — стоимость сократилась. Таким образом, EVA стала не только элементом современных процедур оценки компании, в том числе реструктуризации, но и важным инструментом в системе корпоративного управления. EVA заставляет компании пересматривать размеры своих запасов. Оптимизируя их, они уменьшают затраченный капитал и повышают положительное значение EVA. Соответствующим образом верхний эшелон менеджмента планирует структуру собственного и заемного капитала, добиваясь снижения его общей стоимости.

Помимо метода EVA для оценки эффективности управления предприятием западным менеджментом используются и другие методы: метод добавленной стоимости акционерного капитала, внедренный в научный оборот американским экономистом Альфредом Раппапортом (shareholder's value added, SVA), метод рыночной добавленной стоимости (market value added, MVA).

**Метод оценки и управления стоимостью компании, основанный на концепции EVA (Economic Value Added) — экономической добавленной стоимости.** Метод оценки и управления стоимостью EVA (Economic Value Added) базируется на концепции остаточного дохода Альфреда Маршалла, получившей широкое распространение в силу роста актуальности проблем максимизации дохода для акционеров. Разработчиком концепции является Стерн Стюарт, а активным внедрением и реализацией концепции занимается одноименная фирма.

Согласно методу EVA стоимость компании представляет собой ее балансовую стоимость, увеличенную на текущую стоимость будущей EVA. Научные исследования доказали наличие корреляции между EVA и рыночной стоимостью. Остановимся более подробно на анализе основных моментов данной концепции.

Очевидно, что наибольший прирост стоимости любой компании в первую очередь вызван ее инвестиционной активностью, которая может быть реализована за счет как собственных, так и заемных источников. Основная идея, обосновывающая целесообразность использования EVA, состоит в том, что инвесторы (в лице которых могут выступать собственники компаний) компании должны получить норму возврата за принятый риск. Другими словами, капитал компании должен заработать, по крайней мере, ту же самую норму возврата как схожие инвестиционные риски на

рынках капитала. Если этого не происходит, то отсутствует реальная прибыль, и акционеры не видят выгод от инвестиционной деятельности компании.

Таким образом, положительное значение EVA характеризует эффективное использование капитала, значение EVA, равное нулю, характеризует определенного рода достижение, так как инвесторы — владельцы компании — фактически получили норму возврата, компенсирующую риск, отрицательное значение EVA характеризует неэффективное использование капитала.

Существуют два основных метода расчета показателя EVA:

1.  $EVA = (\text{Прибыль после выплаты налогов} - \text{Средневзвешенная стоимость капитала}) \times \text{Инвестированный капитал}$ .

2.  $EVA = (\text{Норма прибыли} - \text{Средневзвешенная стоимость капитала}) \times \text{Инвестированный капитал}$ .

EVA может быть увеличен следующим образом:

- 1) увеличение прибыльности бизнеса за счет увеличения дохода от реализации и уменьшения затрат;
- 2) оптимизация затрат на капитал.

Стоимость компании с использованием EVA рассчитывается следующим образом:

$$\begin{aligned} \text{Стоимость компании} &= \text{Ранее инвестированный капитал} + \\ &+ \text{Текущая добавленная стоимость от капитальных вложений} + \\ &+ \text{Сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов.} \end{aligned}$$

**Метод оценки и управления стоимостью компании, основанный на концепции SVA (Shareholder Value Added) — акционерной добавленной стоимости.** В рамках концепции управления стоимостью Альфред Раппапорт разработал модель, описывающую изменения стоимости компании посредством следующих факторов: период конкурентных преимуществ, текущий уровень продаж, рост продаж, рентабельность продаж, ставка налога на прибыль, инвестиции в оборотный капитал, чистые капитальные вложения, средневзвешенная стоимость капитала. Все указанные компоненты заложены в расчет единого показателя, характеризующего изменения стоимости компании, — добавленной акционерной стоимости (SVA).

Показатель SVA, так же как и показатель EVA, базируется на концепции экономической прибыли Маршалла, согласно которой при расчете реального эффекта от деятельности компании должны учитываться затраты на капитал, представляющие собой доход от альтернативного вложения капитала. Однако механизм учета затрат на капитал при этом принципиально иной, чем в EVA.

Показатель SVA имеет свои базовые предпосылки и ограничения. От этих ограничений зависит его адекватность реальной экономической действительности, область определения исходных параметров, сфера применения полученных результатов.

SVA базируется на следующих основных аксиомах:

1. Любой бизнес создает стоимость только тогда, когда у него имеются конкурентные преимущества.

2. Прогнозный период ограничен периодом, в течение которого у компании имеются конкурентные преимущества.

3. Конкурентные преимущества не могут существовать вечно. Получение фирмой значительных конкурентных преимуществ влечет за собой приток капитала в отрасль, в результате чего конкуренция обостряется, и прежние конкурентные преимущества фирмы становятся достоянием всех остальных конкурентов.

4. Следствием второй и третьей предпосылок является тот факт, что в модели SVA нет так называемой остаточной стоимости. Если прогнозный период ограничен периодом конкурентных преимуществ, то в постпрогножном периоде конкурентных преимуществ нет, следовательно, согласно первой предпосылке, стоимость создаваться не может. В этом существенное отличие модели SVA от EVA.

5. Текущие (нестратегические) капиталовложения, необходимые для поддержания производственных мощностей на прежнем уровне, равны амортизации.

6. Капиталовложений в размере начисляемой амортизации достаточно, чтобы продукт приносил одинаковую прибыль на протяжении бесконечного периода времени. Это ограничение



модели полностью соблюдается лишь в тех случаях, когда продукт имеет бесконечный денежный цикл либо когда нестратегические инвестиции на поддержание продукта на прежнем уровне рентабельности и стадии жизненного цикла равны амортизации.

Экономический смысл SVA заключается в том, что он представляет собой капитализированное изменение в операционном денежном потоке за минусом текущей стоимости инвестиций, произведенных, чтобы вызвать этот рост денежного потока. В этом состоит отличие SVA от EVA.

Существуют два основных метода расчета SVA:

1. На основе роста текущей стоимости денежного потока прогнозируемого года и увеличения текущей стоимости бизнеса, которое, в свою очередь, как раз и вызвано увеличением текущего денежного потока:

$$SVA = \text{Текущая стоимость денежного потока} + \text{Рост остаточной стоимости.}$$

При этом и текущая стоимость денежного потока прогнозного года, и остаточная стоимость определяются исходя из затрат на привлечение капитала.

2. Любые инвестиции компании должны вести к увеличению ее денежного потока. Таким образом:

$$SVA = \text{Капитализированная текущая величина изменения денежного потока} - \text{Инвестиции, осуществленные для этого изменения.}$$

Второй метод определения SVA получил большее распространение.

В табл.7.3 и 7.4 приведены обобщения результатов исследования вышеперечисленных методов управления стоимостью, в том числе основных инструментов, используемых при реализации стоимостного подхода к управлению, а также области применения методов управления стоимостью.

Таблица 7.3

**Анализ методов реализации стоимостного подхода к управлению предприятием**

Economic value added, EVA — Методика экономической добавленной стоимости	Shareholders value added, SVA — Метод добавленной стоимости акционерного капитала	Market value added, MVA — Метод рыночной добавленной стоимости
<i>Объект управления</i>		
Экономическая стоимость (экономи- ческая прибыль) Стоимость, генерируемая инвестициями	Благосостояние акционеров Стоимость акционерного капитала	Курсовая стоимость акций
<i>Используемая стратегия</i>		
Максимизация стоимости экономической прибыли	Максимизация стоимости акционерного капитала предприятия	Максимизация рыночного курса акций предприятия
<i>Информационная база оценки</i>		
На основе оценки и прогноза экономи- ческой прибыли или «экономической добавленной стоимости»	На основе прогноза и оценки денежных потоков	На основе данных фондового рынка
<i>Критерий эффективности стратегии</i>		
$EV(t) \rightarrow \max$ $EV_t (ROC_t - CC_t) \times CI_t$ где $EV_t$ — экономическая прибыль $t$ -го года; $ROC_t$ — рентабельность инвестиро- ванного капитала; $CC_t$ — цена капитала; $CI_t$ — инвестированный капитал	Акционерная стоимость = Стоимость предприятия – Стоимость долга $V(t) \rightarrow \max$ $VD(t) \rightarrow \max$ , где $V(t)$ — стоимость предприятия; $VD(t)$ — стоимость долга	$P \rightarrow \max$ $PN \rightarrow \max$ , где $P$ — цена акций на фондовом рынке; $N$ — количество акций
<i>Вид стоимости предприятия</i>		
Управление фундаментальной стоимостью предприятия		Управление стоимостью предприятия на фондовом рынке



**Инструменты, расчетные модели и области применения методов реализации стоимостного подхода**

Метод реализации стоимостного подхода. Инструменты и расчетные модели	Область применения/особенности
<i>Метод экономической добавленной стоимости</i>	
Модель экономической прибыли Модель, основанная на экономической прибыли и инвестиционных/инновационных проектах	Экономическая прибыль — удобный показатель, дающий представление о результатах деятельности компании в любом отдельно взятом году. Экономическая прибыль характеризует вклад в стоимость предприятия в единичный период времени. Принципиальное отличие метода в том, что он основывается не на денежном потоке, а на ключевых факторах стоимости. Рекомендуется применять для оценки вклада отдельных инвестиционных/инновационных проектов в стоимость предприятия. Метод применим во всех странах на предприятиях любой формы собственности. Метод удобен в применении, так как основан на расчете ключевых факторов стоимости. Метод требует меньше исходной информации
<i>Метод добавленной стоимости акционерного капитала</i>	
Модель свободного денежного потока Формула Миллера-Модильяни	Метод применим в странах как с развитым, так и с развивающимся фондовым рынком. Применим для открытых, закрытых акционерных обществ и обществ с ограниченной ответственностью. Основывается на анализе и прогнозе денежных потоков
<i>Метод рыночной добавленной стоимости</i>	
Фундаментальный анализ (анализ экономических, политических факторов; слухи и ожидания; форс-мажор) Технический анализ Волновой анализ (Закон волн Элиота) Теория фьючерсов Теория финансовых опционов	Метод применим в основном в странах с развитым фондовым рынком. Инструменты данного метода используются для анализа, прогнозирования, оценки и управления курсовой стоимостью акций предприятия

**Контрольные вопросы**

1. На каких принципах базируется концепция управления стоимостью компании?
2. Как отражается рост стоимости компании на акционерах?
3. На что должны быть нацелены менеджеры, чтобы обеспечить рост стоимости компании?
4. Проведите сравнительный анализ трех моделей денежного потока.
5. Каковы особенности метода оценки и управления стоимостью EVA?
6. Каковы особенности метода оценки и управления стоимостью SVA?
7. Каковы особенности метода оценки и управления стоимостью MVA?

**Литература**

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
2. *Коупленд Т., Коллер Т., Мурри Дж.* Стоимость компаний: оценка и управление / Пер. с англ. — 2-е изд., стереотип. — М.: Олимп-Бизнес, 2002.
3. *Сычева Г.И., Колбачев Е.Б., Сычев В.А.* Оценка стоимости предприятия (бизнеса). — Ростов-на-Дону: Феникс, 2003.
4. *Щербакова О.Н.* Применение современных технологий оценки стоимости бизнеса действующей компании // Финансовый менеджмент. — 2003. — №1.

## Тема 8. ОЦЕНКА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ ПРЕДПРИЯТИЯ

### 8.1. ИНВЕСТИЦИОННЫЙ (ИННОВАЦИОННЫЙ) ПРОЕКТ КАК ОБЪЕКТ ОЦЕНКИ

Целью инвестиционного проектирования являются эффективные вложения финансовых и материальных ресурсов в объекты предпринимательской или иной деятельности. Они осуществляются на основе комплексного плана мероприятий — инвестиционного проекта, направленного на создание нового и модернизацию действующего производства товаров и услуг. Инвестиционный проект содержит обоснование экономической целесообразности, объема и сроков осуществления капитальных вложений, в том числе необходимую проектно-сметную документацию, разработанную и утвержденную в соответствии с законодательством Российской Федерации и принятыми нормами и правилами.

Цикл инвестиционного проекта предприятия состоит из прединвестиционной, инвестиционной и эксплуатационной (операционной) фазы.

*Прединвестиционная фаза* включает следующие стадии:

- 1) анализ возможностей (поиск инвестиционной концепции);
- 2) подготовку обоснования проекта (предварительного и окончательного);
- 3) оценку проекта и принятие решения об инвестировании.

Чем детальнее проведены прединвестиционные исследования, тем реже возникает необходимость пересматривать и уточнять последующие действия.

*Инвестиционная фаза* состоит из таких стадий, как:

- 1) определение юридических, финансовых, организационных основ;
- 2) приобретение и передача технологии;
- 3) детальное проектирование, контрактация;
- 4) строительство, ремонт, подготовка площадей;
- 5) предпроизводственный маркетинг;
- 6) набор и обучение персонала;
- 7) ввод объекта в эксплуатацию.

Отличительной особенностью инвестиционной фазы является то, что она требует больших затрат, вместе с тем проект еще не может развиваться за счет собственных поступлений, ему необходимо внешнее финансирование.

*Эксплуатационная фаза*, называемая производственной или операционной, включает собственно производство продукции и услуг с операционными издержками, а также поступлением выручки. Из выручки возмещаются текущие затраты и формируется прибыль. Чистая прибыль и амортизационные отчисления представляют собой реальные деньги, за счет которых осуществляется возмещение инвестиционных затрат и формирование прибыли на вложенный капитал.

Особая роль в повышении рыночной стоимости компании принадлежит инновациям. Под инновациями понимается процесс создания и освоения в производстве и сбыте новых и улучшенного качества видов продукции, технологических процессов и оборудования. В этом качестве инновации предстают как инновационные проекты, являющиеся разновидностью инвестиционных проектов. Они относятся к типу инвестиционных проектов, связанных с непосредственными капиталовложениями в создание собственными силами и приобретение реальных материальных и нематериальных активов.

Ясно, что инновационные проекты наиболее существенно влияют на рост стоимости предприятия, когда они уже достаточно продвинуты. Однако даже на стадии, когда компания только готова приступить к некоторым инновационным проектам, обладая в отношении возможности их успешного осуществления конкурентными преимуществами, такие проекты способны повысить рыночную стоимость компании-инноватора.

Как правило, по таким проектам у фирмы — инициатора инноваций есть главные исходные предпосылки в виде необходимых конкурентных преимуществ (уникального движимого и недвижимого имущества, нематериальных активов), но все равно не хватает требуемого финансирования. Поэтому компания представляет проекты как инвестиционные предложения.

Разработанное инвестиционное предложение по инновационному проекту при наличии указанных конкурентных преимуществ предполагает:

- расчеты по оценке финансовой эффективности инновационного проекта;
- представление потенциальным внешним инвесторам бизнес-плана проекта;
- расчет потенциального вклада инновационного проекта в стоимость компании.

По мере реализации инновационного проекта должно осуществляться управление его вкладом в целях максимизации рыночной стоимости компании.

## 8.2. ПОКАЗАТЕЛИ ФИНАНСОВОЙ ЭФФЕКТИВНОСТИ ДЛЯ ВЫБОРА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА

Инвестиционные проекты, основанные на использовании технологических инноваций и закладываемые в стратегический план развития и роста компании, должны отбираться с особой тщательностью. Это связано с тем, что способные существенно повысить стоимость компании инновации требуют, как правило, повышенных капиталовложений, которые, в свою очередь, могут финансироваться из взятых для этого рискованных для заемщика кредитов. Стандартные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов приведены в табл.8.1.

Таблица 8.1

Стандартные показатели финансовой эффективности инвестиционных проектов

Наименование показателя	Зарубежный аналог	Финансовый смысл показателя
Чистая текущая стоимость (чистый дисконтированный доход)	NPV Net Present Value	Показывает, сколько с проекта можно получить чистых доходов по сравнению с тем, что можно было бы заработать с указанного актива за тот же срок держания средств, что и в проекте. Инвестиционный проект признается более эффективным, чем вложение тех же средств в иной сопоставимый по риску инвестиционный актив, если его чистая текущая стоимость больше нуля
Внутренняя норма рентабельности (прибыли)	IRR Internal Rate of Return	Равняется тому гипотетическому уровню доходности сопоставимого по рискам инвестиционного актива, при достижении которого уже в течение текущего периода проект перестал бы быть предпочтительным по сравнению с вложением необходимых для него средств в этот актив (например, в акцию)
Простой срок окупаемости	PP Payback Period	Представляет собой срок простого возврата суммарными чистыми доходами с проекта вложенного в него капитала
Дисконтированный срок окупаемости	DPP Discounted Payback Period	Представляет собой срок, в расчете на который вложение средств в рассматриваемый проект даст ту же сумму денежных потоков (чистых прибылей), приведенных по фактору времени (дисконтированных) к настоящему моменту, которую за этот же срок можно было бы получить с альтернативного инвестиционного актива (например, с банковского депозита). Указывает на тот горизонт времени в бизнес-плане, в пределах которого прогноз денежных потоков по проекту должен быть особенно надежным
Адаптированная чистая текущая стоимость (адаптированный чистый дисконтированный доход)	ANPV Adjusted Net Present Value	Представляет собой показатель, сходный с NPV, но имеющий от него следующие отличия: все денежные потоки не просто прогнозируются, а планируются из расчета, чтобы ни в одном из периодов проекта не было отрицательных денежных потоков. Поэтому в бизнес-план проекта закладывается конкретный план его финансирования. Если ANPV больше нуля, то это указывает на то, что он останется более эффективным, чем альтернативное вложение средств даже при использовании заемного капитала. Если ANPV больше NPV, то проект не только эффективен, но и способен остаться эффективным в реальных для инициатора проекта условиях финансирования

К перечисленным выше основным показателям финансовой эффективности инвестиционных проектов можно добавить следующие показатели:

- степень обеспечения стартовых инвестиций проекта самофинансированием;
- внутренняя норма рентабельности, простой и дисконтированный сроки окупаемости, рассчитанные на основе адаптированной чистой текущей стоимости.

Степень обеспечения стартовых инвестиций проекта самофинансированием не является общепринятым показателем финансовой эффективности инвестиционных проектов. Это скорее косвенный эмпирический показатель. Количественно он представляет собой долю необходимых

для проекта стартовых инвестиций, которая уже обеспечена самофинансированием инициатора проекта к моменту представления привлекаемым к нему сторонним инвесторам. Очевидно, чем больше эта доля, тем больше, при прочих равных условиях, будет доверие инвестора к проекту, так как он будет видеть, что сам инициатор проекта значительную долю стартовых инвестиций берет на себя и, значит, верит в него.

Но стоит сказать, что данный показатель не всегда применим, так как проект может создаваться под конкретного инвестора или конкретный кредит, и тогда бессмысленно говорить о каком-либо инициаторе и его вложениях.

Внутренняя норма рентабельности, простой и дисконтированный сроки окупаемости, рассчитанные на основе адаптированной чистой текущей стоимости, должны дополнять суждение о проекте, полученное при оценке его эффективности и реальности в условиях доступного финансирования.

### **8.3. ОСНОВНЫЕ ТРЕБОВАНИЯ К БИЗНЕС-ПЛАНУ ИННОВАЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ**

Неотъемлемой частью инвестиционного планирования является бизнес-план. Он представляет собой максимально компактный документ, который позволяет принять обоснованное решение и указать последовательность действий для его успешного воплощения. От правильности составления документа зависят одобрение и жизнеспособность проекта. Бизнес-план — это официальный документ, в котором рассматриваются основные вопросы обоснования необходимости реализации инвестиционного проекта. Он является обязательной частью пакета документов, описывающих инвестиционный проект.

Обычно различают бизнес-планы инвестиционных проектов и бизнес-планы так называемых предпринимательских проектов.

Первые предполагают необходимость планирования инвестиционных проектов, которые будут реализовываться непосредственно самой компанией-инвестором.

Вторые являются, по сути, бизнес-планами дочерних предприятий, выделяемых или учреждаемых рассматриваемой фирмой для осуществления особо перспективных инновационных проектов.

При этом как обычные бизнес-планы инвестиционных проектов, так и бизнес-планы предпринимательских проектов выполняют две основные функции:

- являются документами, используемыми действительно для планирования работ по соответствующему проекту его менеджерами и персоналом;
- служат материалом, который будет предлагаться потенциальным внешним инвесторам и кредиторам для того, чтобы убедить их в том, что инновационный (в том числе предпринимательский) проект эффективен, способен принести реальные прибыли (денежные потоки) и продуман, т.е., в конечном счете, чтобы убедить их в целесообразности вложения в проект средств либо предоставления кредитов.

К настоящему времени уже выработался стандартный минимальный состав требований к структуре и содержанию бизнес-плана инвестиционного проекта. Бизнес-план должен быть представлен в форме, позволяющей заинтересованному лицу получить четкое представление о существе дела и степени своей заинтересованности в нем. Объем и степень конкретизации разделов плана определяются спецификой и областью деятельности предприятия, целями бизнес-плана, требованиями инвесторов. Он должен быть написан просто и ясно и иметь четкую структуру, например такую:

1. Резюме.
2. Анализ рынка.
3. Ценообразование.
4. Калькуляция себестоимости продукции.
5. Анализ условий безубыточности.
6. Планирование цены, объема продаж и себестоимости на несколько периодов.
7. Определение потребностей в инвестициях.
8. План по прибылям/убыткам.
9. Организация сбыта и закупок.

10. План финансирования инвестиций.
11. Планирование денежных потоков.
12. Расчет всех показателей эффективности инвестиционного проекта и оценка его как целесообразного объекта вложения средств в сравнении с альтернативными объектами финансирования.
13. Анализ рисков проекта.

#### **8.4. ОЦЕНКА ВКЛАДА ИНВЕСТИЦИОННОГО ПРОЕКТА В ПОВЫШЕНИЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

Определение вклада предполагаемых инноваций в увеличение стоимости предприятия зависит от:

1) общей финансовой эффективности (чистой текущей стоимости, внутренней нормы рентабельности, срока окупаемости), коммерческой перспективности (срока полезной жизни, т.е. прогнозируемого времени получения положительных чистых доходов от реализации продукции) и рискованности новшества (неопределенности получения доходов по основанному на нем инвестиционному проекту);

2) доступности предполагаемой инновации для самофинансирования данным предприятием и (или) финансирования ее за счет привлечения сторонних источников партнерского и заемного капитала, особенно в части стартовых инвестиций, если проект по коммерциализации рассматриваемой новой технологии еще только предстоит начать;

3) цели оценки стоимости бизнеса (оценка предприятия как действующего или как закрываемого либо подлежащего значительным сокращениям в объеме своих операций и занятых работников — они способны весьма различаться);

4) метода оценки обоснованной рыночной стоимости фирмы на данный момент и на интересующее оценщика будущее время (при использовании разных методов оценки могут получаться несколько отличные друг от друга величины);

5) длительности прогнозного периода, в течение которого будет осуществляться управление, нацеленное на реализацию и проявление положительных результатов рассматриваемой инновации;

6) уровня наблюдаемой инфляции и степени определенности инфляционных ожиданий на срок полезной жизни инвестиционного проекта.

Раскрывая эти моменты, необходимо опираться на конкретный метод оценки предприятия.

**Оценка методом дисконтированного денежного потока.** Обоснованную рыночную стоимость (fair value) предприятия или максимально возможную цену за предприятие можно представить применительно к продолжению деятельности фирмы без внедрения того или иного рассматриваемого новшества и для случая его внедрения, сопоставив получаемые расчетные величины этой стоимости. Тогда вклад инвестиций в повышение стоимости предприятия как раз и окажется равным разнице между соответствующими оценками.

Применительно к случаю невнедрения проекта обоснованная рыночная стоимость предприятия будет равна остаточной текущей стоимости  $PV_{\text{ост}}$  ожидаемых доходов (убытков) фирмы при простом продолжении ее операций, т.е. остаточной стоимости предприятия без внедрения на нем новшеств.

Применительно к случаю внедрения новшества обоснованная рыночная стоимость предприятия уже на момент внесения полной ясности с перспективами внедрения (четко разработанный бизнес-план проекта, конкурентные преимущества и пр.) оказывается равной остаточной текущей стоимости ожидаемых доходов предприятия, отличающейся от его остаточной текущей стоимости без учета внедрения новшества на чистую текущую стоимость проекта.

**Оценка методами рынка капитала и сделок.** Задача прогнозирования роста рыночной стоимости компании в результате реализации инвестиционного проекта может быть решена методом рынка капитала. Это возможно при условии, что для оцениваемого предприятия найдется открытая компания-аналог, обладающая регулярно котируемыми (не менее чем, как это принято по стандартам публикуемых в еженедельнике «Эксперт» индексов АК&М, пятью профессиональными котировщиками-трейдерами) акциями, а еще лучше — ликвидными акциями (тогда компания-аналог должна представлять собой на фондовом рынке так называемую «голубую фишку»).



Эта компания-аналог должна помимо всего прочего быть такой, что в ней в известном прошедшем периоде проводились инновации, хотя бы примерно аналогичные тем, которые намечаются в настоящее время в рассматриваемой фирме. Тогда следует выявить, как изменились после освоения данных инноваций ключевые для компании-аналога соотношения типа «Цена / Прибыль» или «Цена / Балансовая стоимость» и распространить эти изменения на оценку обоснованной рыночной стоимости рассматриваемой фирмы.

Вклад инновации определенного типа тогда будет представлять собой разницу между оценкой рассматриваемой фирмы по методу рынка капитала до освоения компанией-аналогом схожих инноваций и после этого.

При этом схожесть инвестиционных проектов определяется двумя главными факторами:

- 1) принадлежностью освоенного фирмой-аналогом нового продукта к той же продуктовой группе, что и рассматриваемая на оцениваемой фирме продуктовая инновация;
- 2) сопоставимостью сравниваемых продуктовых инноваций по уровню радикальности и технической новизны. Свидетельством последнего может выступать факт использования в конструктивных и технологических решениях сравниваемых продуктовых новшеств одного поколения патентов на изобретения или одних патентов.

В виде формулы данное выражение можно представит следующим образом:

$$P_{ок} = E_{ок} \times ((P / E)a_1 - (P / E)a_0),$$

где  $P_{ок}$  — увеличение рыночной стоимости оцениваемой компании вследствие освоения ею рассматриваемой инновации;

$(P / E)a_1$  — отношение «Цена / Прибыль» для аналогичной компании до освоения ею аналогичной инновации;

$(P / E)a_0$  — то же после освоения компанией-аналогом схожей инновации;

$E_{ок}$  — текущая прибыль оцениваемой компании.

Стоит отметить, что вместо мультипликатора «Цена / Прибыль» может использоваться любой другой, адекватно отражающий положение предприятия мультипликатор, например, «Цена / Валовой доход».

Та же методология оценки роста рыночной стоимости компании в результате реализации инвестиционных проектов, приносящих дополнительную прибыль, может быть использована и на основе применения метода сделок, который является одним из методов, объединяемых рыночным подходом к оценке бизнеса.

Как известно, этот метод отличается от метода рынка капитала только тем, что коэффициент «Цена / Прибыль» по компании-аналогу (компаниям-аналогам) рассчитывается с учетом лишь цен на акции компании-аналога, которые наблюдались в ближайшем прошлом по фактическим сделкам (либо при соответствующей котировке) по купле-продаже крупных пакетов акций компании-аналога. При этом крупными считаются пакеты акций, покупка которых дает возможность приобрести, как минимум, участие в контроле над компанией посредством введения в ее совет директоров своего представителя, что позволяет контролировать менеджмент компании.

Следовательно, использование метода сделок позволяет сделать вывод о том потенциальном увеличении рыночной стоимости предприятия-инвестора, которое существенно лишь для акционеров, контролирующих это предприятие (имеющих в его акционерном или паевом капитале решающую долю), и которое может внешне, т.е. на фондовом рынке, даже не проявиться. Указанные акционеры (инвесторы) способны будут получить эксклюзивную (не доступную прочим акционерам) выгоду от этого увеличения рыночной стоимости. Они ее получают в нестандартных формах доступа к денежным потокам фирмы.

**Оценка методом накопления активов.** Если освоение инновации согласно бизнес-плану соответствующего инвестиционного проекта или учреждаемого для его реализации предприятия предполагает достижение через некоторое время  $t$ , равное сроку вложения средств инвестора в проект (в реализующее его предприятие), стабильного большего уровня прогнозируемой прибыли (чистой прибыли)  $\Pi_t$ , которая превысит фактическую прибыль в текущем периоде  $\Pi_0$ , то повышение уровня прибылей можно объяснить созданием за срок  $t$  на предприятии в результате инновации новых нематериальных активов: охраняемого ноу-хау, запатентованных технических решений и т.д.

Прирост рыночной стоимости предприятия в результате планируемой инновации можно определить исходя из ожидаемого обусловленного инновацией увеличения нематериальных активов фирмы. Для этого можно применить метод избыточных прибылей, если использовать его в прогнозном режиме, идентифицируя и капитализируя будущие избыточные прибыли, происхождение которых приписывается влиянию новых нематериальных активов, создаваемых в результате инновации. Данный метод наиболее применим к тем инвестиционным проектам, которые подразумевают под собой инновационные проекты в части создания дополнительных нематериальных активов.

## 8.5. ДИНАМИКА ВКЛАДА ИНВЕСТИЦИОННЫХ ПРОЕКТОВ В РЫНОЧНУЮ СТОИМОСТЬ ПРЕДПРИЯТИЯ

Вклад инвестиционных проектов (инновационных проектов) в повышение рыночной стоимости предприятия изменяется по мере того, как реализуются отдельные последовательные стадии его жизненного цикла.

Согласно доходному подходу к оценке бизнеса, проект как бизнес-линия добавляет к рыночной стоимости предприятия величину, равную *остаточной текущей стоимости* или *ценности* ( $PV_{\text{ост}}$ ) бизнеса, становящегося возможным при освоении инновации. Когда этот бизнес еще не начат, т.е. к проекту еще не приступили, указанная добавка достигает лишь уровня *чистой текущей стоимости* ( $NPV$ ) проекта, которая составляет не что иное, как частный случай остаточной текущей стоимости еще не начатого бизнеса. Приращение рыночной стоимости предприятия вследствие способности его начать инвестиционные проекты может оказаться тем более значимым, чем более существенными конкурентными преимуществами по поводу указанных инноваций обладает компания.

По мере продвижения предприятия по стадиям инвестиционного проекта остаточная текущая стоимость проекта и вклад его в рыночную стоимость предприятия изменяются (соответственно изменяется и финансовая привлекательность предприятия). Это изменение отвечает следующим закономерностям.

**Закономерность 1.** Изменение структуры остающихся по проекту денежных потоков. Сначала, в связи с этим и по сравнению с величиной  $NPV$ , остаточная текущая стоимость инвестиционного проекта ( $PV_{\text{ост}}$ ) и его вклад в повышение рыночной стоимости предприятия возрастают. Это вызвано тем, что:

- в расчет остаточной текущей стоимости на более продвинутых стадиях проекта уже не входят отрицательные денежные потоки по стартовым инвестициям в разработку и освоение инновации;
- до ожидаемых наиболее высоких прибылей от значительных продаж продукта остается все меньше времени, так что эти существенные положительные денежные потоки дисконтируются на меньшие периоды времени и их текущая стоимость становится больше.

Потом наступает перелом (точка А на рис.8.1), когда после некоторого момента остаточная текущая стоимость инвестиционного проекта и его вклад в повышение рыночной стоимости начинают уменьшаться. Это обусловлено тем, что в инновационном проекте наступают стадии уменьшения продаж и денежных потоков (срок полезной жизни проекта приближается к завершению). Если вовремя не будет прекращен ранее начатый бизнес, то остаточная текущая стоимость ранее освоенного бизнеса и его вклад в стоимость предприятия станут отрицательными величинами и сделают предприятие, возможно, еще более кризисным, чем оно было до начала проекта.

В силу отмеченной закономерности изменение остаточной текущей стоимости инвестиционного проекта и его вклада в рыночную стоимость предприятия, таким образом, происходит по некоторым параболом, характер которых зависит от величины и структуры денежных потоков по конкретному проекту (рис.8.1).

**Закономерность 2.** Уменьшение неопределенности в ожидаемых денежных потоках (предполагается, что прогноз их сделан правильно). Увеличение остаточной текущей стоимости проекта и его вклада в стоимость предприятия до точки А сначала ускоряется, затем замедляется. После точки А эти параметры уменьшаются, но их уменьшение на первых порах тормозится.

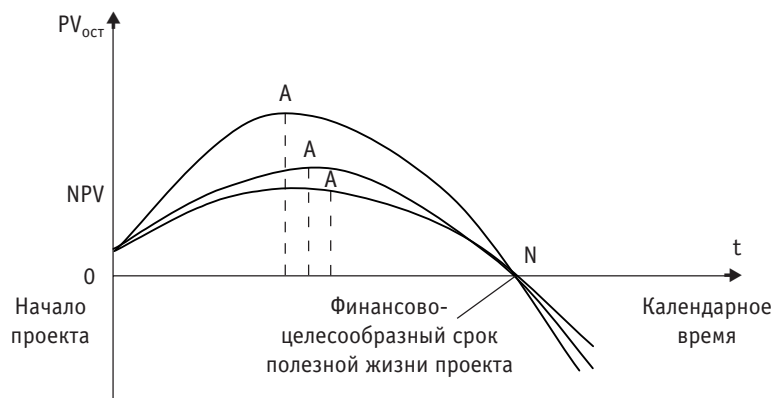


Рис.8.1. Варианты изменения остаточной текущей стоимости (ценности) инвестиционного проекта и его вклада в рыночную стоимость предприятия по мере реализации проекта в связи со структурой его денежных потоков

Причина в том, что при подтверждении прогноза денежных потоков по проекту (возникновении так называемой «ретроспективной прогнозируемости» бизнеса) расчет остаточной текущей стоимости проекта на более поздних его стадиях будет осуществляться с использованием все более низкой ставки дисконта. В ставку дисконта, если ее определять на основе метода кумулятивного построения, будет включаться все более низкая «дополнительная премия за недостаточную ретроспективную прогнозируемость прибылей». При этом текущий эквивалент тех же остающихся по проекту денежных потоков окажется более высоким, чем тот, который получался только с учетом закономерности 1.

Наряду с общим ростом фактического вклада проекта в стоимость предприятия вследствие эффекта уменьшения неопределенностей в получении остающихся по проекту денежных потоков и соответствующего уменьшения ставки дисконта, которая закладывается в позднее рассчитываемые показатели  $PV_{ост}$ , смещается в сторону более позднего момента и точка перелома А (превращаясь в точку А\*).

Модифицирующее закономерность 1 воздействие закономерности 2 проиллюстрировано на рис.8.2. Для большей наглядности на этом рисунке показано, как закономерность 2 модифицирует динамику изменения во времени остаточной текущей стоимости только одного конкретного проекта. Кривая модифицированной динамики обозначена более жирной линией (находится выше).

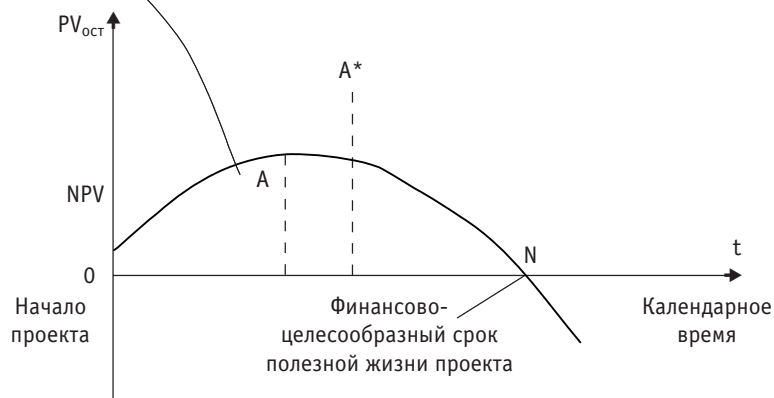


Рис.8.2. Модификация изменения остаточной текущей стоимости (ценности) инновационного проекта и его вклада в рыночную стоимость предприятия по мере реализации проекта в связи с уменьшением, по мере продвижения по проекту, неопределенностей в получении остающихся денежных потоков

Финансово-целесообразный срок полезной жизни проекта N определяется тем, что, если проект относительно этого срока продлить (т.е. продолжать выпускать ранее освоенную продукцию), то вклад такого бизнеса в рыночную стоимость станет отрицательным, иначе говоря, продление бизнеса будет уменьшать его рыночную стоимость.

**Закономерность 3.** Сохранение или утрата для предприятия возможности продать бизнес, ранее начатый по инновационному проекту. Сохранение такой возможности, при прочих равных условиях, увеличивает остаточную ценность инвестиционного проекта и его вклад в стоимость предприятия. Утрата этой возможности — уменьшает.

Продажа проекта может происходить в двух формах:

- а) продажи акций учрежденной для реализации проекта специализированной фирмы;
- б) продажи бизнес-линии (имущественного комплекса) посредством продажи имущества, а также исключительных прав собственности (патентов, лицензий).

Существенно, что возможность продажи ранее начатого по проекту бизнеса с продвижением по проекту, как правило, изменяется. Причем если имеется в виду форма (а), то эта возможность возрастает, так как при росте бизнеса специализированная на нем фирма не просто растет, но и из закрытой компании превращается в открытую с размещенными на фондовом рынке акциями, ликвидность которых также увеличивается.

Если же специализированная на проекте фирма предприятием не учреждается и для продажи бизнеса остается лишь форма (б), то возможность продать бизнес на более поздних стадиях проекта, наоборот, может снижаться, потому что в растущем бизнесе растет и величина специальных наименее ликвидных активов, уменьшается доля универсального легко продаваемого имущества. На еще более поздних стадиях проекта продажа этих специальных активов становится еще более проблематичной из-за их экономического и технологического, а также физического износов.

Моделировать закономерность 3 довольно сложно. Тем не менее в конкретных случаях ее надо учитывать, делая экспертные корректировки прогноза изменения остаточной стоимости инвестиционного проекта в его динамике.

Моделирование данных закономерностей основывается на прогнозных значениях денежных потоков по реализуемому проекту. В то время как проект проходит по стадиям своего развития, показатели, характеризующие этот денежный поток, должны корректироваться с учетом изменяющихся условий. Менеджер предприятия может эффективно управлять стоимостью проекта с помощью постоянного отслеживания изменений показателей денежного потока и своевременной их корректировки, для более успешной реализации проекта.

Таким образом, управляя стоимостью конкретных инвестиционных проектов, можно в целом управлять стоимостью предприятия, их реализующего.

### **Контрольные вопросы**

1. Дайте определение инвестиционного (инновационного) проекта.
2. Что является отличительной особенностью инвестиционной фазы проекта?
3. Перечислите основные показатели финансовой эффективности, используемые при выборе проектов.
4. Чем отличается показатель NPV от ANPV?
5. Чему равняется и на что указывает внутренняя норма рентабельности проекта?
6. Перечислите основные разделы бизнес-плана инновационного проекта.
7. Какими методами можно оценить вклад инвестиционных проектов в повышение стоимости компании?
8. Каковы основные закономерности динамики изменения вклада инновационных проектов в повышение рыночной стоимости предприятия и в связи с чем они формируются?

### **Литература**

1. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
2. *Ковалев В.В.* Методы оценки инвестиционных проектов. — М.: Финансы и статистика, 2003.
3. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов. — 2-е изд. — М.: Экономика, 2000.
4. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.

## **Тема 9. ОЦЕНКА ПРОЕКТОВ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ**

### **9.1. СУЩНОСТЬ И ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ, ОРИЕНТИРОВАННЫЕ НА ПОВЫШЕНИЕ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ**

Реструктуризация хозяйствующего субъекта представляет собой процесс изменения состава элементов, их функций, связей между ними при сохранении основных свойств объекта. Целью реструктуризации является изменение качественной специфики хозяйствующего субъекта в соответствии с заданными параметрами для более успешного ее функционирования.

Реструктуризация хозяйствующего субъекта направлена на повышение стоимости бизнеса путем изменения методов хозяйствования, поэтому при принятии решения о необходимости реструктуризации предприятия, определяются методы хозяйствования, не удовлетворяющие собственников или менеджеров предприятия, направления деятельности, не приносящие дохода или работающие недостаточно эффективно, для чего следует принять определенные управленческие решения. Поскольку идеей реструктуризации является изменение методов хозяйствования, следует изменить (расширить или сократить) существующий бизнес. Например, выделить центры прибыли и убытков, инфраструктурные элементы, составить новую схему управления, пересмотреть технологический процесс и предусмотреть другие организационные и технические мероприятия, направленные на повышение эффективности работы хозяйствующего субъекта, его бизнеса. В ряде случаев проведение реструктуризации потребует только изменения организационной структуры управления и уточнения функций существующих структурных единиц. Основные направления реструктуризации хозяйствующего субъекта приведены на рис.9.1.

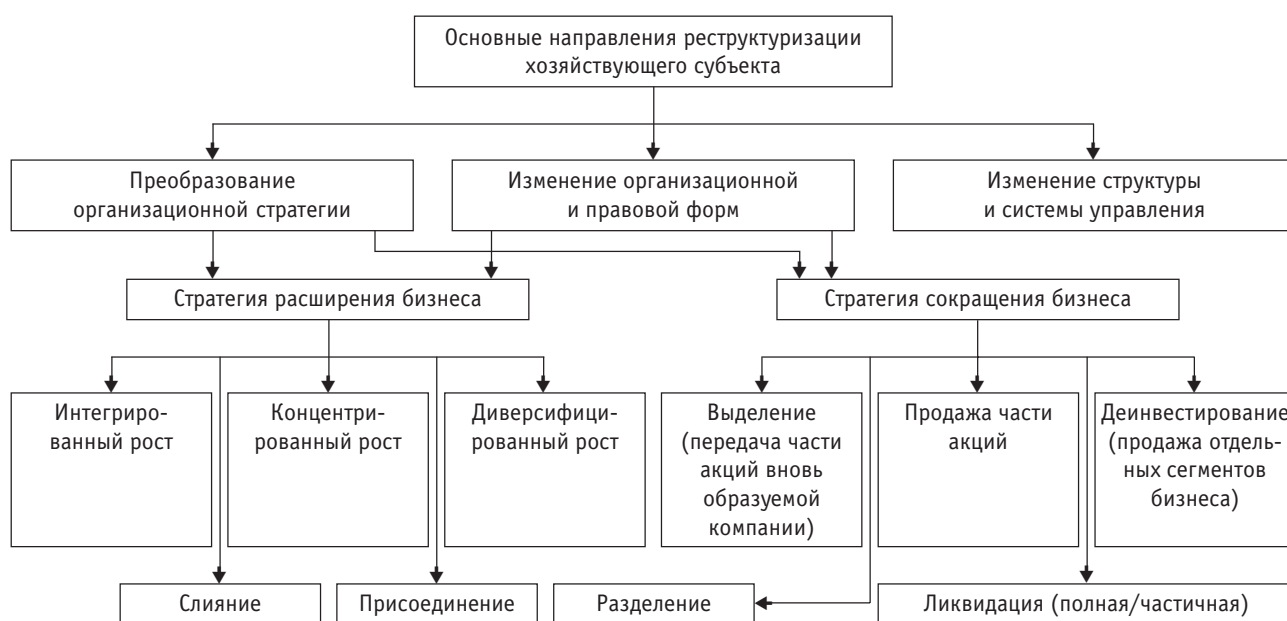


Рис.9.1. Направления реструктуризации хозяйствующего субъекта

Рассмотрим более подробно преобразование организационной стратегии и изменение организационной и правовой форм хозяйствующего субъекта. Изменение структуры и системы управления останутся за рамками настоящего учебного пособия, так как они связаны с комплексом внутренних мероприятий и не относятся к поставленным нами задачам. Вместе с тем эти мероприятия являются важными для повышения эффективности реструктуризации хозяйствующего субъекта.

*Преобразования организационной стратегии* в общем случае могут происходить в двух основных формах: расширения или сокращения бизнеса. Стратегия расширения бизнеса в части изменений организационной и правовой форм может быть реализована путем слияния и присоединения, а также путем покупки, аренды и лизинга имущества, приватизации (не отражено на рис.9.1).

Стратегия сокращения бизнеса и ее основной способ — выделение или передача части активов вновь образуемой компании — может осуществляться следующим образом:

- *реструктуризация «вверх»* — создание материнской компании для нескольких независимых ранее фирм, каждая из которых передает часть собственности новой;
- *реструктуризация «вниз»* — выделение независимого дочернего предприятия из действующей компании;
- *горизонтальная реструктуризация* — выделение сестринских компаний путем создания фирм, специализирующихся в определенных сферах деятельности.



Стратегия сокращения бизнеса реализуется путем разделения и выделения, а также продажи имущества или сдачи его в аренду, сокращения собственного капитала, безвозмездной передачи активов, передачи имущества в зачет обязательств, консервации имущества, ликвидации предприятия.

Таким образом, реструктуризация компании представляет собой целенаправленный процесс, в результате которого происходят количественные и качественные изменения в элементах, формирующих как имущественный комплекс компании, так и ее бизнес, при этом данные изменения не являются частью повседневного делового цикла компании и направлены на увеличение ее стоимости.

Соответственно, исходя из логики схемы, можно выделить следующие направления работ в ходе реструктуризации:

- реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (реструктуризация активов и обязательств компании);
- реструктуризация элементов, формирующих бизнес компании (бизнес-единиц, формирующих компанию).

Работа в рамках указанных направлений проводится параллельно либо поэтапно. При этом реструктуризация элементов, формирующих имущественный комплекс компании (реструктуризация активов и обязательств), осуществляется на первом этапе работ по реструктуризации компании, реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании (бизнес-единиц, формирующих компанию), — на втором.

После проведения работ по реструктуризации первого уровня можно получить потенциальную стоимость с учетом внутренних улучшений, после проведения работ по реструктуризации второго уровня можно получить потенциальную стоимость с учетом внутренних и внешних улучшений.

**Объекты реструктуризации.** Для того чтобы получить потенциальную стоимость с учетом внутренних улучшений, в качестве объектов реструктуризации выступают активы и обязательства компании. Для получения потенциальной стоимости с учетом внешних улучшений объектами реструктуризации будут являться бизнес-единицы компании.

Под реструктуризацией объекта понимается изменение условий использования объекта с целью повышения экономической эффективности деятельности компании и (или) получение непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

Реструктуризация активов — изменение условий использования активов с целью повышения экономической эффективности деятельности компании и/или получения непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации. Реструктуризация обязательств — это изменения условий погашения обязательств с целью повышения экономической эффективности деятельности компании, а также получения непосредственного экономического эффекта от мероприятий по реструктуризации.

Проведение работ по реструктуризации позволяет получить результат, который может быть представлен следующим образом:

*Эффект от реструктуризации компании = Экономический эффект от реструктуризации элементов, формирующий имущественный комплекс компании + Экономический эффект от реструктуризации элементов, формирующих бизнес компании.*

Этот результат поддается математическому расчету. Экономический эффект от реструктуризации представляет собой результат реструктуризации, выраженный в виде суммы денежных или иных поступлений за вычетом затрат, связанных непосредственно с проведением реструктуризации. При этом экономический эффект от реструктуризации по компании в целом представляет собой сумму эффектов от реструктуризации элементов, формирующих как компанию, так и ее бизнес.

## 9.2. ВИДЫ И МЕТОДЫ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Реструктуризация предприятия как способ повышения его рыночной стоимости может предполагать реструктуризацию:

- 1) акционерного капитала предприятия;
- 2) активов компании, в том числе ее дебиторской задолженности;
- 3) долгов (кредиторской задолженности).

**Реструктуризация акционерного капитала** сводится к изменению соотношения между количеством обыкновенных акций в составе крупных пакетов, находящихся в собственности отдельных совладельцев фирмы, в результате:

- выпуска и размещения на фондовом рынке новых акций;
- того же в отношении акций, находящихся в распоряжении предприятия (ранее им выкупленных или выпущенных, но не размещенных);
- увеличения уставного капитала, произведенного без размещения на фондовом рынке новых акций;
- того же при уменьшении уставного капитала, осуществленного без выведения акций предприятия с фондового рынка;
- слияний и поглощений;
- приобретения незначительных количеств акций, принадлежащих третьим лицам, или продажи собственных акций;
- диверсификации инвестиционного портфеля предприятия.

Реструктуризация акционерного капитала включает два принципиальных направления:

- 1) приведение уставного капитала в соответствие с величиной собственного капитала;
- 2) реорганизация предприятия, которая в общем случае включает следующие схемы, влияющие на рыночную стоимость: дробление предприятий, слияния, поглощения, банкротства, упорядоченную ликвидацию с учреждением новых фирм на основе высвобождаемого имущества.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» выделяется пять форм реорганизации акционерного общества: слияние, присоединение, разделение, выделение и преобразование (ст.15–20). Сравнительная характеристика форм реорганизации акционерных обществ приведена в табл.9.1.

В процессе реорганизации необходимо оценивать стоимость компании, так как при разделении и преобразовании составляется договор мены, а при слиянии, присоединении и выделении — договор купли-продажи. Договор купли-продажи предприятия заключается в письменной форме с обязательным приложением к нему акта инвентаризации, бухгалтерского баланса, заключения независимого аудитора (эксперта-оценщика) о составе и стоимости предприятия, перечня всех долгов (обязательств) предприятия с указанием кредиторов, характера, размера и сроков их требований. Договор купли-продажи подлежит государственной регистрации и считается заключенным с момента регистрации (ст.561 ГК РФ).

Каждая из форм реорганизации имеет соответствующее предназначение, а общим для них является внесение изменений в единый государственный реестр юридических лиц, поскольку передаются (наделяются) права, обязанности и имущество. Соответствующие комбинации прав, обязанностей, имущества составляют сущность реорганизации.

**Реструктуризация активов предприятия** предполагает любое изменение структуры его активов в связи с:

- 1) продажей избыточных активов;
- 2) приобретением имущества, необходимого для освоения новой продукции взамен продажи активов, которые были нужны для выпуска снимаемых с производства изделий;
- 3) изменением соотношения между реальными и финансовыми активами предприятия вследствие замещения одних на другие;
- 4) тем же в части соотношения между материальными и нематериальными активами;
- 5) реорганизацией фирмы.

## Характеристика форм реорганизации акционерных обществ

Слияние	Присоединение	Разделение	Выделение	Преобразование
<i>Сущность формы</i>				
Возникновение нового общества (нового юридического лица) путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с прекращением существования последних	Прекращение деятельности одного или нескольких (присоединяемых) обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу (к которому осуществляется присоединение)	Прекращение деятельности общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам (новым юридическим лицам)	Создание одного или нескольких обществ (новых юридических лиц) с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения деятельности последнего	Общество в праве преобразоваться в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив, к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизуемого общества
<i>Передача имущества</i>				
Заключение договора купли-продажи, оформленного в виде договора о слиянии; решение общего собрания акционеров каждого из сливающихся обществ об утверждении договора о слиянии и передаточного акта	Заключение договора купли-продажи, оформленного в виде договора о присоединении; решение общего собрания акционеров каждого из обществ об утверждении договора о присоединении и передаточного акта*	Заключение договора мены, оформленного в виде решения общего собрания акционеров общества; решение общего собрания акционеров общества об утверждении разделительного баланса*	Заключение договора купли-продажи, оформленного в виде решения общего собрания акционеров общества; решение общего собрания акционеров общества об утверждении разделительного баланса	Заключение договора мены, оформленного в виде решения общего собрания акционеров общества; решение общего собрания акционеров общества об утверждении передаточного акта
<i>Документы, представляемые в государственный регистрационный орган</i>				
1. Учредительные документы нового общества 2. Договор о слиянии (договор купли-продажи), в котором определяется порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции или иные ценные бумаги нового общества 3. Передаточный акт	1. Договор о присоединении (договор купли-продажи), в котором определяется порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества в акции или иные ценные бумаги общества, к которому осуществляется присоединение 2. Передаточный акт	1. Решение общего собрания акционеров о реорганизации общества в форме разделения, создании новых обществ и порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции или иные ценные бумаги создаваемых обществ 2. Разделительный баланс	1. Учредительные документы новых обществ 2. Решение общего собрания акционеров о реорганизации общества, о порядке и условиях выделения, создании новых обществ, порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции, иные ценные бумаги выделяемых обществ 3. Разделительный баланс	1. Учредительные документы нового общества 2. Решение общего собрания акционеров преобразуемого общества о его преобразовании, порядке и условиях осуществления преобразования, о порядке обмена акций на вклады или паи 3. Передаточный акт

Примечание: \* Требования по содержанию передаточного акта и разделительного баланса установлены в ст.59 ГК РФ.

«Вывод» избыточных активов может осуществляться в следующих юридических формах:

- внесение их в качестве имущественного вклада в дочерние фирмы;
- списание части избыточного имущества;
- дарение избыточных активов;
- передача избыточных социальных активов (объектов социально-культурного назначения) на балансы местных органов власти.

**Реструктуризация дебиторской задолженности** включает такие направления, как:

- 1) конвертация в долевое участие в капитале дебитора;
- 2) переуступка долга по контрактной цессии;
- 3) конвертация долга в коммерческий вексель и размещение его на рынке;
- 4) отсрочка или рассрочка долга;
- 5) списание долга.

Реструктуризация обязательств (кредиторской задолженности) включает два принципиальных направления:

- 1) реструктуризацию кредиторской задолженности коммерческих кредиторов;
- 2) реструктуризацию задолженности по обязательным платежам в федеральный и местный бюджеты.

**Реструктуризация долга фирмы** может заключаться по отдельности или одновременно в следующих мероприятиях:

- 1) отсрочке долга;
- 2) рассрочке кредиторской задолженности;
- 3) конвертации долга в долевое участие в капитале должника;
- 4) продаже долговых обязательств;
- 5) покупке долгов;
- 6) обмену кредиторской задолженности на дебиторскую задолженность (взаимозачет).

Проведенный анализ методов реструктуризации показал объективную необходимость выполнения следующих действий:

- 1) осуществление четкой идентификации компании как объекта реструктуризации;
- 2) фиксация этапов, направлений реструктуризации и определение методов реструктуризации в зависимости от выбранных направлений реструктуризации;
- 3) определения влияния методов реструктуризации на изменение стоимости компании через реструктуризацию элементов, формирующих имущественный комплекс компании и реструктуризацию элементов, формирующих бизнес компании;
- 4) определение алгоритма действий в части выбора варианта реструктуризации, способного принести наибольший экономический эффект, тем самым оказать существенное влияние на увеличение стоимости компании.

### 9.3. ОСОБЕННОСТИ ОЦЕНКИ ПРОЕКТОВ РЕСТРУКТУРИЗАЦИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Реструктуризация компании в форме ее реорганизации и реструктуризации активов и пассивов дает ей возможность приступить к необходимым инновационным проектам в лучших условиях, чем это было до реструктуризации, что позволяет учесть в оценке компании такие проекты как более реальные.

Увеличение степени их реальности обеспечивается тем, что реструктуризация нацелена на:

- повышение общей инвестиционной привлекательности компании в целом или ее создаваемых дочерних компаний;
- создание механизмов (каналов) инвестирования непосредственно в те инновационные проекты, по поводу которых у компании есть конкурентные преимущества (уникальные материальные и (или) нематериальные активы, права собственности и пр.);
- ликвидацию организационных препятствий эффективному управлению конкретными потенциально эффективными инновационными проектами;
- обеспечение, в интересах снижения операционных издержек и потребности в капиталовложениях в проекты, необходимой меры вертикальной интегрированности выпуска продукции по указанным инновационным проектам (для чего в особенности важны такие формы реорганизации компании, как слияния и поглощения).

Все эти обстоятельства, так или иначе, находят отражение в методике и результатах оценки реструктурируемой фирмы, способствуя повышению получаемых оценочных величин. Наиболее отчетливо это видно, когда компанию оценивают в рамках *доходного подхода* к оценке бизнеса.

Действительно, оценочная, а при полном опубликовании содержания реструктуризации, и рыночная стоимость реорганизуемой компании, в которой также реструктурируются кредиторская и дебиторская задолженность, в результате указанных мероприятий при оценке фирмы методом дисконтированного денежного потока увеличивается вследствие:

- уменьшения необходимости привлекать и обслуживать в интересах реализации инновационных проектов дорогостоящие кредиты, если более значительная часть требуемых для этих проектов средств будет обеспечиваться за счет партнерских инвестиций, для которых реорганизация компании создает лучшие условия; это повышает общий уровень денежных потоков для



собственного капитала. В России отмеченное обстоятельство особенно актуально, так как кредитное бремя (в ближайшее время придется погашать кратко- и среднесрочные кредиты при практической недоступности в нашей стране долгосрочных кредитов) крайне значительно. А это при повышенной инфляции, ставке кредита и ставке дисконта могло бы резко нарастить абсолютную величину дисконтированных платежей по кредиту и уменьшить текущую оценку ожидаемых чистых доходов по инновационным проектам неорганизованной компании;

- получения возможности, за счет привлечения в реорганизованную фирму партнерских инвестиций, начинать и осуществлять те инновационные проекты, которые в иных условиях были бы нереальны из-за недостатка сторонних капиталовложений;

- отсрочки, рассрочки или конвертации кредиторской задолженности компании (в том числе просроченной) в долевые участия в фирме либо в ее дочерних предприятиях. Это также снижает абсолютную величину оттока средств при планировании наименее дисконтируемых (корректируемых в меньшую сторону) денежных потоков компании в ближайшие по времени периоды и, тем самым, увеличивает текущую стоимость этих денежных потоков;

- возрастания текущего эквивалента дебиторской задолженности фирмы (особенно просроченной или сомнительной по будущему обслуживанию). Это происходит в случаях, если задолженность трансформируется в векселя, которые размещаются на вексельном рынке и продаются хотя бы за обоснованную долю отсроченного долга, либо просто рассрочивается по двустороннему соглашению с должником, получающим тем самым возможность восстановить свою платежеспособность и способность к хозяйственной деятельности в целях заработать средства для погашения долга;

- общего увеличения уровня капитализируемых денежных потоков по бизнесам компании благодаря постоянному снижению издержек на приобретение покупных ресурсов, если они в результате реорганизации фирмы (слияний, поглощений) будут закупаться не по рыночным ценам, а на условиях льготных трансфертных сделок с аффилированными компаниями;

- возрастания денежных потоков, если постоянная экономия достигается в расчете на обеспечение более высокого уровня качества продукции.

Реструктуризация компании только тогда успешна, когда она повышает рыночную стоимость реструктурируемой фирмы. Повышение рыночной стоимости предприятия может стимулировать привлечение стороннего капитала и реструктуризацию долга. Это особенно важно для финансово-кризисных компаний.

#### ***Оценка предполагаемого проекта реорганизации предприятия (в форме присоединения).***

В случае реструктуризации оценка подразумевает анализ совместимости объединяющихся фирм:

- анализ сильных и слабых сторон участников сделки;
- прогнозирование вероятности банкротства;
- анализ операционного (производственного) и финансового рисков;
- оценка потенциала изменения чистых денежных потоков;
- предварительная оценка стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капитальных вложений: имеются стартовые затраты, и в будущем ожидается прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует фирма денежные средства или акции, она должна приложить все усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосостояние акционеров.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предполагается получить после завершения сделки.

При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергетические эффекты, так как важно предусмотреть предельное влияние реорганизации.

Синергия (сотрудничество, содружество) — это реакция на комбинированное воздействие двух или нескольких организмов, характеризующаяся тем, что это действие превышает действие, оказываемое каждым компонентом в отдельности.

Синергетический эффект — это превышение стоимости объединенных компаний после слияния по сравнению с суммарной стоимостью компаний до слияния, или добавленная стоимость объединения ( $2 + 2 = 5$ ).



При сокращении (дивестициях) может получиться эффект обратного синергизма ( $4 - 2 = 3$ ). Реализуемые активы могут представлять интерес для другой компании, и в итоге она готова заплатить за них высокую цену.

Синергия может проявляться в двух направлениях: прямой и косвенной выгодах.

**Прямая выгода** — увеличение чистых денежных потоков реорганизованных компаний. Анализ прямой выгоды включает три этапа:

- оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации;
- оценку стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации;
- расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на базе модели дисконтированных денежных потоков).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.

**Операционная синергия** — экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта. Кроме того, объединение может привести к упрочению позиции фирмы на рынке, получению технологического ноу-хау, торговой марки, что способствует не только снижению затрат, но и дифференциации выпускаемой продукции. Помимо экономии на затратах, дифференциации выпускаемой продукции достигается экономия за счет эффекта масштаба (возможность выполнять больший объем работы на тех же производственных мощностях, что в итоге снижает средние издержки на единицу выпускаемой продукции).

**Управленческая синергия** — экономия за счет создания новой системы управления. Объединение предприятий может осуществляться путем горизонтальной и вертикальной интеграции, а также создания конгломерата.

Целью объединения является создание более эффективной системы управления. Часто объектом для присоединения служат плохо управляемые компании, с нереализуемым потенциалом стоимости. В этом случае у предприятия есть два варианта развития: повышение качества управления без реорганизации или создание новой управленческой структуры в результате объединения. Первый вариант труднореализуем без смены управленческого персонала; второй, как правило, основан на упрочении управленческой культуры эффективно работающей компании.

**Финансовая синергия** — экономия за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод. Факт объединения компаний может вызвать информационный эффект, в результате чего стоимость акций возрастает (при этом реальные экономические преобразования еще не осуществлялись). Слияние (присоединение) может усилить интерес к компании со стороны потенциальных инвесторов и обеспечить дополнительные источники финансирования.

Повышение цены акции (даже фиктивное, в результате информационного эффекта) может повысить надежность компании в глазах кредиторов, что косвенно повлияет как на структуру, так и на стоимость задолженности. Данный вид синергии ведет не к приросту денежных потоков, а к снижению риска инвестирования с точки зрения внешних пользователей. Реорганизация (особенно преобразование) может привести также и к налоговым преимуществам.

Оценки эффективности реорганизации могут оказаться легче оценки нового инвестиционного проекта, так как объединяются действующие предприятия.

Прогнозы объема продаж, издержек, как правило, бывают основаны на результатах прошлых лет, следовательно, они более точные.

**Косвенная выгода** — это увеличение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора P/E.

Акции объединенной компании могут стать более привлекательными для инвестора, и их рыночная стоимость возрастет. Информационный эффект от слияния в сочетании с перечисленными видами синергии может вызвать повышение рыночной стоимости акций и мультипликатора P/E, поскольку целью финансового управления акционерным обществом является повышение благосостояния акционеров, следовательно, увеличение прибыли на акцию.

Таким образом, в процессе реструктуризации компаний оценка бизнеса необходима для:

- а) обоснования соотношения, в котором акции дочерних компаний обмениваются на акции материнской компании;
- б) обоснования соотношений, в которых акции материнской и дочерних компаний обмениваются на акции вновь созданной холдинговой компании;
- в) оценки эффективности реструктуризации с точки зрения повышения инвестиционной привлекательности компании.

### **Контрольные вопросы**

1. Дайте определение реструктуризации компании.
2. Перечислите основные направления реструктуризации компании.
3. В чем заключается реструктуризация акционерного капитала, активов и обязательств?
4. Проведите сравнительную характеристику форм реорганизации акционерных обществ.
5. Почему увеличивается рыночная стоимость компании, проводящей реструктуризацию?
6. Что такое синергетический эффект?
7. Дайте определение операционной, управленческой и финансовой синергии.

### **Литература**

1. *Аистова М.Д.* Реструктуризация предприятий: вопросы управления. Стратегии, координация структурных параметров, снижение сопротивления преобразованиям. — Альпина Паблишер, 2002.
2. *Белых Л.П., Федотова М.А.* Реструктуризация предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
3. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учебное пособие для вузов. — М.: Юнити-Дана, 2001.
4. Оценка бизнеса: Учебник / Под ред. А.Г.Грязновой, М.А.Федотовой. — М.: Финансы и статистика, 2000.
5. Реструктуризация предприятий и компаний / Под ред. И.И.Мазура. — М.: Высшая школа, 2000.

# ПРАКТИКУМ ПО РЕШЕНИЮ ЗАДАЧ (ПРАКТИЧЕСКИХ СИТУАЦИЙ)

## Тема 3. Доходный подход к оценке бизнеса

### Задача 3.1

Оцените рыночную стоимость облигации номиналом 1000 руб., сроком погашения 5 лет и ставкой купонного дохода по годам соответственно 8, 8, 6, 4, 4% при требуемом уровне доходности в 10%.

### Задача 3.2

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 130, через два года — 90;
- продукция Б — через год — 80, через два года — 130, через три года — 700, через четыре года — 820, через пять лет — 580;
- продукция В — через год — 50, через два года — 120.

Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска продукции, составляет 100 тыс. руб.

Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 500 тыс. руб. Поступления от аренды временно избыточных активов через год — 60 тыс. руб. Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года — 20%, пять лет — 15%.

Определить без учета рисков бизнеса рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года продолжения его работы.

### Задача 3.3

Предприятие выпускает 2 вида продукции: А и Б. Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 100, через два года — 70;
- продукция Б — через год — 20, через два года — 130, через три года — 700, через четыре года — 820, через пять лет — 180.

Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска рассматриваемых видов продукции, составляет 320 тыс. руб.

Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 500 тыс. руб., которые можно сдать в аренду. Поступления от аренды временно избыточных активов через год — 50 тыс. руб.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года — 20, пять лет — 15%.

Определить без учета рисков бизнеса рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на пять лет продолжения его работы.

### Задача 3.4

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 100, через два года — 70;
- продукция Б — через год — 20, через два года — 130, через три года — 700, через четыре года — 820, через пять лет — 180;
- продукция В — через год — 45.

Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска этих видов продукции, составляет 320 тыс. руб.

Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 500 тыс. руб. Поступления от аренды временно избыточных активов через год — 50 тыс. руб. Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года — 20, пять лет — 15%.

Определить без учета рисков бизнеса рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года продолжения его работы.

## Пример решения задач к теме 3

### Задача 1

Определить текущую стоимость облигации с номинальной стоимостью 100000 руб., сроком погашения 6 лет, ставкой купонного дохода 6%, при требуемом уровне доходности 10%.

*Решение.* Текущая стоимость основной суммы долга, выплачиваемого в конце 6 года, равна 56447 руб.  $(100000 / (1 + 0,1)^6)$ . Текущая стоимость аннуитета, равного 6000 руб.  $(100\ 000 \times 0,06)$  в течение 6 лет под 10% равна  $6000 \times 4,355 = 26130$  руб. Текущая стоимость облигации равна 82560 руб.  $(56400 \text{ руб.} + 26130 \text{ руб.})$ .

### Задача 2

Оценить рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на 2 года действия бизнеса, если ожидаемые чистые доходы прогнозируются:

- от продаж продукции через год — 800 тыс. руб., через 2 года — 700 тыс. руб.;
- от аренды временно избыточных активов через год — 100 тыс. руб.

Рыночная стоимость нефункционирующих активов равна 280 тыс. руб. Прогнозируемая доходность сопоставимого бизнеса: вложения в гособлигации со сроком погашения 1 год — 22%, со сроком погашения 2 года — 20%.

*Решение.* Стоимость предприятия =  $(800 + 100) / (1 + 0,2)_1 + 700 / 1,2_2 + 280 = 1516$  тыс. руб.

### Задача 3

Определить норму дохода для инвестиций отечественного резидента в покупку акций закрытой автосборочной компании «Омега» с численностью занятых 300 чел., если известно, что:

- доходность государственных облигаций в реальном выражении равна 3% (r);
- индекс инфляции — 10% (s);
- среднерыночная доходность на фондовом рынке — 20% ( $R_m$ );
- дополнительная премия за страновой риск — 8% ( $C_3$ );
- дополнительная премия за закрытость компании ( $C_2$ ) — на уровне международно принятой аналогичной премии;
- дополнительная премия за инвестиции в малый бизнес — 8% ( $C_1$ );
- текущая доходность акций рассматриваемой компании за прошлый год в среднем колебалась относительно своей средней величины на 5%;
- текущая среднерыночная доходность на фондовом рынке в прошлом году колебалась относительно своей средней величины на 2% (округление в промежуточных расчетах делать до одной десятой процента).

*Решение.* Норма дохода (ставка дисконта), судя по приведенным исходным данным, должна определяться согласно модели оценки капитальных активов.

Номинальная безрисковая ставка дохода R при этом может быть вычислена по формуле Фишера:  $R = r + s + r s = 0,03 + 0,10 + 0,03 \times 0,10 = 0,133$ .

Коэффициент «бета», если исходить из его экономического смысла как меры относительного размера колеблемости дохода с рубля, вложенного в оцениваемый бизнес, по сравнению с колеблемостью дохода с рубля вложений в любой бизнес на фондовом рынке в целом, может быть здесь определен (на основе ограниченной, как и в реальной жизни, информации) отношением амплитуды колебаний за прошедший период доходности с акций компании к амплитуде колебаний среднерыночной доходности на всем фондовом рынке, т.е. коэффициент «бета» =  $5\% / 2\% = 2,5$ .

В итоге искомая норма дохода, согласно модели оценки капитальных активов, оказывается равной:  $i = 0,133 + 2,5(0,20 - 0,133) + (5 / 6) 0,133 = 0,411$  (41,1%).

Из дополнительных премий Q выше задействована только поправка на закрытый характер оцениваемой компании (так как рассматриваемое предприятие по условиям задачи действительно является закрытым). Дополнительная премия за инвестирование в малый бизнес не сделана, так как численность занятых в фирме превышает предельное для малого бизнеса количество занятых (200). Страновой риск для отечественного резидента уже косвенно учтен в размере рыночной премии за риск и в уровне самой «безрисковой ставки дохода» R.

## Тема 4. Рыночный подход к оценке бизнеса

### Задача 4.1

Планируемая прибыль после налогообложения равна 9,9 млн руб. Ожидаемая чистая балансовая стоимость — 95 млн руб. Мультипликатор предприятия-аналога «цена / прибыль» равен 5,1; мультипликатор «цена/балансовая стоимость» — 2,2. Инвестор доверяет статистике по мультипликатору «цена/прибыль» на 85%, а по мультипликатору «цена / балансовая стоимость» — на 15%. Оценить будущую рыночную стоимость создаваемого предприятия.

### Задача 4.2

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если известно, что рыночная стоимость одной акции компании-аналога равна 220 руб., общее количество акций — 300000, из них 80000 — выкуплены и 30000 — приобретены, но не оплачены; доли заемного капитала оцениваемой компании и компании-аналога в балансовой стоимости их совокупного капитала одинаковы, а абсолютные размеры их задолженности составляют соответственно 7 и 18 млн руб.; средняя ставка процента по кредитам у компаний одинаковая; объявленная прибыль компании-аналога до процентов и налогов равна 2,5 млн руб., процентные платежи — 150 тыс. руб., уплаченные налоги с прибыли — 575 тыс. руб.; прибыль оцениваемой компании до процентов и налогов равна 1,7 млн руб., уплаченные налоги с прибыли — 560 тыс. руб.

### Задача 4.3

Рассчитать общий корректировочный коэффициент, на который нужно умножить результат определения стоимости закрытой отечественной компании методом рынка капитала при использовании в нем зарубежного аналога, если известно, что среднерыночный коэффициент «цена / прибыль» в России составляет 6,2, а в зарубежной стране — 7,7. Относительная рыночная капитализация открытых компаний в России равна 1,2, а за рубежом — 3,1.

### Задача 4.4

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если рыночная стоимость одной акции открытой компании-аналога равна 100 руб., количество обращающихся на рынке акций составляет 180 тыс. шт., чистая прибыль компании-аналога и оцениваемой 800 тыс. руб. и 620 тыс. руб. соответственно.

## Пример решения задач к теме 4

### Задача 1

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если по открытой компании-аналогу рассчитаны два мультипликатора: цена / чистая прибыль = 6; цена / балансовая стоимость активов = 2. Удельные веса мультипликаторов соответственно 80 и 20%. По оцениваемой компании чистая прибыль 420 тыс. руб., балансовая стоимость активов 800 тыс. руб.

Решение: Цена закрытой компании =  $(420 \times 6 \times 0,8) + (800 \times 2 \times 0,2) = 2336$  тыс. руб.

### Задача 2

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если рыночная стоимость 1 акции открытой компании-аналога равна 100 руб., количество обращающихся на рынке акций 180 тыс. штук, чистая прибыль компании аналога и оцениваемой соответственно 800 тыс. руб. и 620 тыс. руб.

Решение: Мультипликатор по аналогу =  $(100 \times 180 \text{ тыс. шт.}) / 800 \text{ тыс. руб.} = 22,5$ .

Цена закрытой компании =  $620 \text{ тыс. руб.} \times 22,5 = 13950$  тыс. руб.



## Тема 5. Имущественный подход к оценке бизнеса

### Задача 5.1

По данным бухгалтерского баланса определите стоимость имущественного комплекса ОАО «XX», используя метод стоимости чистых активов.

**Бухгалтерский баланс ОАО «XX» (тыс. руб.)**

Показатели	Код строки	На конец отчетного периода
<b>АКТИВ</b>		
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
Нематериальные активы	110	33256
Основные средства	120	7078869
Незавершенное строительство	130	2480324
Доходные вложения в материальные ценности	135	0
Долгосрочные финансовые вложения	140	160921
Прочие внеоборотные активы	150	0
Итого по разделу I	190	9753370
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
Запасы	210	503909
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	429078
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	0
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	5567865
В том числе задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	244	0
Краткосрочные финансовые вложения	250	110443
В том числе собственные акции, выкупленные у акционеров	252	0
Денежные средства	260	14379
Прочие оборотные активы	270	0
Итого по разделу II	290	6625874
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	300	16379244
<b>ПАССИВ</b>		
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>		
Уставный капитал	410	754533
Добавочный капитал	420	7957673
Резервный капитал	430	0
Фонд социальной сферы	440	48259
Целевые финансирование и поступления	450	0
Нераспределенная прибыль прошлых лет	460	2039871
Нераспределенная прибыль отчетного года	470	0
Итого по разделу III	490	10800336
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		
Займы и кредиты	510	1703
Прочие долгосрочные обязательства	520	0
Итого по разделу IV	590	1703
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		
Займы и кредиты	610	64806
Кредиторская задолженность	620	5438331
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	18
Доходы будущих периодов	640	73820
Резервы предстоящих расходов	650	0
Прочие краткосрочные обязательства	660	0
Итого по разделу V	690	5576975
БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	700	16379044

### Задача 5.2

Оценить, какова будет через год прогнозная стоимость гудвилла предприятия, если планируется, что предприятие будет иметь следующие показатели: стоимость чистых материальных активов 20 млн руб., прогнозируемую прибыль 7 млн руб. Среднеотраслевая доходность аналогичных компаний составляет 20% на собственный капитал при коэффициенте капитализации нематериальных активов 25%.

## Пример решения задач к теме 5

### Задача 1

Рыночная стоимость материальных активов предприятия оценивается в 50000 тыс. руб., нормализованная чистая прибыль — 17000. Средний доход на материальные активы по отрасли равен 15%. Ставка капитализации прибыли — 20%. Оценить стоимость гудвилла.

*Решение:*

- 1) ожидаемая прибыль предприятия в соответствии с отраслевыми нормативами:  $50000 \times 0,15 = 7500$  тыс. руб.;
- 2) избыточная прибыль предприятия =  $17000 - 7500 = 9500$  тыс. руб.;
- 3) стоимость избыточной прибыли (гудвилла) =  $9500 / 0,20 = 47500$  тыс. руб.

### Задача 2

Оценить рыночную стоимость гудвилла и рыночную стоимость предприятия, если рыночная стоимость материальных активов оценивается в 400 тыс. руб., достигнутая среднегодовая прибыль предприятия 160 тыс. руб., среднеотраслевой уровень дохода на активы 35%. Коэффициент капитализации прибыли 25%.

*Решение:*

- 1) ожидаемый по предприятию уровень прибыли =  $400 \times 0,35 = 140$  тыс. руб.;
- 2) избыток прибыли =  $160 - 140 = 20$  тыс. руб.;
- 3) стоимость гудвилла =  $20 / 0,25 = 80$  тыс. руб.;
- 4) стоимость предприятия =  $400 + 80 = 480$  тыс. руб.

## Тема 6. Оценка пакета акций (доли) предприятия

### Задача 6.1

Оцените стоимость 4%-ного пакета акций открытого акционерного общества, чьи акции регулярно котируются. Однако разница между ценой, по которой их предлагают к продаже, и ценой, по которой их готовы покупать, достигает более 50% цены предложения. Обоснованная рыночная стоимость компании, определенная методом накопления активов (с учетом корректировки кредиторской и дебиторской задолженностей), составляет 70 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций, такова:

- скидка за недостаток контроля — 28%;
- премия за приобретаемый контроль — 38%;
- скидка за недостаток ликвидности — 31%;
- скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 13%.

### Задача 6.2

Определить обоснованную рыночную стоимость пакета акций в 52% от предназначенных для обращения акций открытого акционерного общества, чьи акции пока не котируются и не торгуются, но уже включены в листинг крупной фондовой биржи. Оценочная рыночная стоимость компании, определенная методом сделок, составляет 45 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций такова:

- скидка за недостаток контроля — 32%;
- премия за приобретаемый контроль — 42%;
- скидка за недостаток ликвидности — 29%;
- скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 10%.

### Задача 6.3

Необходимо оценить 13% акций компании с ликвидными акциями. Рыночная стоимость одной обыкновенной акции составляет 103 руб. Количество акций в обращении — 150000. Премия за приобретаемый контроль — 40%. Скидка за недостаток ликвидности — 25%, скидка, основанная на издержках размещения акций на рынке, — 10%.

## Пример решения задач к теме 6

### Задача 1

Требуется оценить стоимость 5%-ного (в процентах от числа акций, находящихся во владении акционеров) пакета акций закрытого акционерного общества, акции которого в результате их инициативных продаж его акционерами появились на рынке и фактически уже предлагаются на нем к перепродаже. Обоснованная рыночная стоимость компании, определенная методом дисконтированного денежного потока, составляет 50 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 25%;
- премия за приобретаемый контроль — 40%;
- скидка за недостаток ликвидности — 30%;
- скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 15%.

*Решение.* Стоимость пропорциональной доли 5% акций в 100% акций предприятия равна:  $50 \times 0,05 = 2,5$  млн руб.

Метод дисконтированного денежного потока неадекватен оценке предприятия в расчете на владение мелким пакетом его акций, которым фактически является 5%-ный пакет. Следовательно, с полученной величины необходимо произвести скидку за недостаток контроля (25%). Премия за приобретаемый контроль в данной ситуации заведомо не нужна.

Коль скоро оцениваемая компания является закрытым акционерным обществом, ее акции недостаточно ликвидны, так как не могут быть размещены в листинг фондовых бирж (куда принимаются акции только тех акционерных обществ, которые зарегистрированы как открытые). Значит, следует также сделать скидку на недостаток ликвидности акций (30%).

В силу того, что акции компании, несмотря на то, что она формально (судя по ее регистрации) является закрытым акционерным обществом (ЗАО), фактически уже продавались на фондовом (внебиржевом) рынке (частью ее акционеров, которые, согласно действующему Закону «Об акционерных обществах», имеют право предложить свои акции к продаже лицам, не являющимся акционерами ЗАО) и таким образом де-факто уже размещены на рынке, скидку, основанную на издержках размещения акций на рынке, можно не делать. Это объясняется, в частности, тем, что в результате ранее имевших место сделок с акциями компании они уже, по-видимому, попали в котировки фондового рынка и появились внебиржевые брокеры, осуществляющие подбор их потенциальных покупателей и продавцов.

Таким образом, окончательная оценка рассматриваемого пакета акций оказывается равной:  $2500000 \times (1 - 0,25) \times (1 - 0,30) = 1312500$  (руб.).

### Задача 2

Нужно оценить стоимость 75%-ного пакета акций закрытого акционерного общества. Обоснованная рыночная стоимость предприятия, определенная методом рынка капитала, составляет 30 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли (и компаний схожего размера) скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 28%;
- премия за приобретаемый контроль — 37%;
- скидка за недостаток ликвидности — 31%;
- скидка, основанная на издержках по размещению акций на рынке, — 12%.

*Решение.* Стоимость пропорциональной доли 75% акций в 100% акций предприятия равна:  $30 \times 0,75 = 22,5$  млн руб.

Метод рынка капитала дает оценку предприятия в представлении мелких акционеров. Следовательно, необходимо к полученной величине добавить премию за приобретаемый контроль (37%). Поскольку оцениваемый пакет акций контрольный, фактор ликвидности акций несущественен, и скидку за недостаток ликвидности акций делать не следует. Так как акции закрытой компании не только неликвидны, но и не размещены на фондовом рынке (иной информации в условиях задачи нет), полагается сделать скидку, основанную на ожидаемых издержках по размещению акций на рынке. В итоге стоимость оцениваемого пакета представит собой величину:  $22500000 \times (1 + 0,37) \times (1 - 0,12) = 27126000$  (руб.).

## СЛОВАРЬ ТЕРМИНОВ

**Актив** — левая часть бухгалтерского баланса, отражающая состав и размещение средств предприятия (основных средств, запасов и незавершенного производства, дебиторской задолженности и денежных средств); в более широком смысле — любое имущество, обладающее стоимостью и принадлежащее физическому или юридическому лицу.

**Амортизационные отчисления** — отчисления части стоимости основных фондов (основного капитала) для возмещения их износа.

**Аннуитеты** — серия равновеликих платежей, получаемых или выплачиваемых через равные периоды времени в течение определенного срока. Различают обычный аннуитет, при котором выплаты производятся в конце каждого периода времени, и авансовый аннуитет, платежи по которому осуществляются в начале каждого периода времени.

**Баланс** — общий свод результатов бухгалтерского учета предприятия, характеризующий финансовое положение предприятия на определенную дату. Баланс содержит в левой части статьи, отражающие имущество предприятия (активы), в правой части — статьи, противопоставляющие им собственный и заемный капитал (пассивы).

**Балансовая стоимость предприятия** — стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества предприятия. Представляет собой разницу между балансовой стоимостью всех активов и общей суммой обязательств.

**Безрисковая ставка** — процентная ставка по инвестициям с наименьшим риском, обычно это ставка доходности по долгосрочным государственным обязательствам.

**Бизнес** — любой (разрешенный законом) вид деятельности, приносящий доход или другие выгоды.

**Будущая стоимость аннуитета (накопление денежной единицы за период)** — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета будущей стоимости периодических равновеликих взносов при известных текущей стоимости взноса, процентной ставке и числе периодов.

**Валовой рентный мультипликатор** — отношение цены продажи объекта недвижимости к потенциальному или действительному валовому доходу.

**Внешнее управление (судебная санация)** — процедура при банкротстве, применяемая к должнику в целях восстановления его платежеспособности, с передачей полномочий по управлению должником внешнему управляющему.

**Внешний управляющий** — лицо, назначаемое арбитражным судом для проведения внешнего управления.

**Внешняя информация в оценке** — информация, характеризующая условия функционирования оцениваемого предприятия в регионе, отрасли и экономике в целом.

**Внутренняя информация в оценке** — информация, характеризующая эффективность деятельности оцениваемого предприятия.

**Внутренняя ставка дохода** — процентная ставка, при которой дисконтированные доходы от инвестиций уравниваются с инвестиционными затратами.

**Восстановительная стоимость** — затраты в текущих ценах на строительство точной копии оцениваемого объекта.

**Временная оценка денежных потоков** — приведение к сопоставимому виду денежных сумм, возникающих в разные периоды времени.

**GAP** — разница (разрыв) между чувствительными к процентной ставке активами и чувствительными к процентной ставке пассивами.

**Гудвилл** — часть нематериальных активов предприятия, определяемая доброй репутацией, деловыми связями, известностью фирменного наименования, фирменной марки. Гудвилл возникает, когда предприятие получает стабильные высокие прибыли, превышающие средний уровень в данной отрасли.

**Дата оценки** — дата, по состоянию на которую производится оценка стоимости объекта.

**Действительный доход** — денежные поступления от актива за вычетом потерь от неиспользования и невнесения арендной платы.

**Денежный поток** — сумма чистого дохода, амортизационных отчислений и прочих периодических поступлений или выплат, увеличивающих или уменьшающих денежные средства предприятия.

**Дивиденды** — часть прибыли акционерного общества, выплачиваемая собственникам акций.

**Дисконтирование (текущая стоимость денежной единицы)** — одна из шести функций сложного процента, позволяющих привести ожидаемые будущие денежные потоки, поступления и платежи к их текущей стоимости, т.е. в сопоставимый вид на сегодняшний день, при заданном периоде и процентной ставке.

**Дисконтированные денежные поступления** — текущая стоимость будущих денежных поступлений или платежей.

**Доход на собственный капитал** — внутренняя ставка дохода на первоначальный собственный капитал, определяемая поступлениями денежных средств и выручкой от перепродажи.

**Доходный подход** — способ оценки (бизнеса), основанный на капитализации или дисконтировании денежного потока, который ожидается в будущем от функционирования бизнеса.

**Залоговая стоимость** — стоимость актива, обеспечивающего ипотечный кредит, которую кредитор надеется получить от продажи на рынке данного актива в случае неплатежеспособности заемщика. Она служит верхним пределом ссуды, которая предоставляется под залог актива.

**Затратный метод** — метод, базирующийся на восстановительной стоимости или стоимости замещения объекта той же полезности за минусом всех видов износа.

**Затраты** — выраженные в денежной форме расходы предприятия или индивидуального предпринимателя на производство и (или) реализацию продукции, работ и услуг.

**Износ (в оценке)** — любая потеря полезности, которая приводит к тому, что рыночная стоимость актива становится меньше стоимости замещения (воспроизводства). Износ учитывается посредством периодического списания стоимости актива. Различают два метода начисления износа: прямолинейный — равными долями в течение всего срока службы актива и ускоренный — более быстрое списание стоимости (по сравнению с прямолинейным методом).

**Имущество** — материальные объекты и нематериальные активы, обладающие полезностью и стоимостью.

**Инвестированный капитал** — сумма обязательств и собственного капитала предприятия, оцениваемая в долгосрочной перспективе.

**Инвестиции** — вложение денежных средств или покупка собственности для извлечения доходов или других выгод.

**Инвестиционная стоимость** — стоимость объекта оценки, определяемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.

**Инвестиционный анализ** — изучение различных инвестиционных проектов на основе финансовых расчетов эффективности капиталовложений, определяющее их соответствие специфическим потребностям конкретного инвестора.

**Интеллектуальная собственность** — право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и т.п.).

**Инфляционный риск** — риск, обусловленный непрогнозируемым ростом цен.

**Инфляционная корректировка** — приведение ретроспективной информации, используемой в оценке, к сопоставимому виду, а также учет инфляционного роста цен при составлении прогнозов денежных потоков и ставок дисконтирования.

**Капитал** — совокупность денежных средств (денежного капитала), предназначенных для инвестирования, и средств производства (вещественного капитала), используемых в процессе создания товаров и предоставления услуг.



**Капитализация** — процесс пересчета доходов, полученных от объекта, позволяющий определить его стоимость.

**Комиссионный доход** — доход банка от деятельности по открытию и обслуживанию счетов, кредитов и предоставлению услуг.

**Конкурсное производство** — процедура при банкротстве, применяемая к должнику, признанному банкротом, в целях соразмерного удовлетворения требований кредиторов.

**Контроль через владение акциями** — степень контроля, получаемая владельцем пакета акций, от которой зависит возможность осуществлять управление предприятием и определять направления его социально-экономического развития.

**Контрольный пакет акций** — часть акций предприятия, сосредоточенная в руках одного акционера. Он должен включать 50% акций плюс одна акция, дающих право голоса.

**Корректировки (поправки)** — прибавляемые или вычитаемые суммы, учитывающие различия между оцениваемым и сопоставимым объектами.

**Коэффициент бета** — величина систематического риска при расчете ставки дисконтирования, основанном на колебаниях курса акций оцениваемой компании относительно колебаний цен на фондовом рынке в целом.

**Кредитный риск** — вероятность того, что заемщик не выполнит своих обязательств перед кредитором в соответствии с первоначальными условиями кредитного соглашения.

**Кредит с плавающей процентной ставкой** — уровень процента по ссуде, изменяющийся в течение срока пользования ею в зависимости от избранной банком базы (в западной практике относительно ставки *libor*, в российской практике относительно ставки рефинансирования ЦБ РФ или ставок межбанковского рынка — *mibor*, *mibid*, *instar*).

**Ликвидационная стоимость** — это стоимость объекта оценки в случае, если объект должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов.

**Ликвидность** — 1) способность предприятия своевременно выполнять свои платежные обязательства; 2) способность актива быстро переводиться в деньги.

**Меньшая доля** — часть акций предприятия, составляющая менее 50%, владение которой дает право контроля за деятельностью предприятия.

**Метод дисконтированных денежных потоков** — способ расчета текущей стоимости будущего потока доходов в прогнозный период и выручки от перепродажи объекта в после-прогнозный период.

**Метод избыточных прибылей** — способ определения стоимости нематериальных активов, не отраженных в балансе, но обеспечивающих доход на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня.

**Метод капитализации** — способ определения рыночной стоимости предприятия (бизнеса) путем деления величины годового дохода на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

**Метод кумулятивного построения** — способ расчета ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки (премии), учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

**Метод отраслевых коэффициентов** — способ использования коэффициентов отношения цены к определенным экономическим показателям, рассчитанных на основе обобщенных данных о продажах предприятий малого бизнеса, учитывающих их отраслевую специфику.

**Метод прямого сравнительного анализа продаж** — способ оценки стоимости путем сравнения недавних продаж сопоставимых объектов с оцениваемым объектом после внесения корректировок, учитывающих различия между объектами.

**Метод компании-аналога (рынка капитала)** — способ оценки стоимости акционерного общества на основе информации о ценах сходных компаний, акции которых свободно обращаются на рынке.

**Метод сделок** — способ оценки стоимости акционерных обществ на основе информации о ценах, по которым происходили покупка контрольного пакета акций или компаний в целом, слияние и поглощение компаний.

**Модель Гордона** — формула оценки стоимости объекта в послепрогнозный период, построенная на капитализации годового дохода послепрогнозного периода при помощи коэффициента, рассчитанного как разница между ставкой дисконтирования и долгосрочными темпами роста доходов.

**Модель оценки капитальных активов** — формула расчета ставки дисконтирования на основе показателей фондового рынка: безрисковой ставки дохода, коэффициента бета, среднерыночной доходности ценных бумаг, премии для малых предприятий, премий за риск инвестирования в данное предприятие и за страновой риск.

**Мультипликатор** — коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями. В оценочной деятельности используются два типа мультипликаторов: интервальные — Цена/Прибыль, Цена/Денежный поток, Цена/Дивиденды, Цена/Выручка от реализации; моментные — Цена/Чистые активы и др.

**Мультипликатор «Цена/Выручка от реализации»** — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и стоимостью годового объема выручки от реализуемой продукции и услуг. Используется для оценки предприятий сферы услуг, а также предприятий, производящих узкую номенклатуру продукции.

**Мультипликатор «Цена/Дивиденды»** — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой акции и дивидендными выплатами: Реальными или потенциальными. Под потенциальными дивидендами понимают типичные дивидендные выплаты по группе сходных предприятий, рассчитанные в процентах чистой прибыли.

**Мультипликатор «Цена/Прибыль» или «Цена/Денежный поток»** — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой и доходами предприятия, рассчитываемыми до или после учета таких статей, как амортизация, дивиденды, проценты за кредит, налоги. Крупные компании лучше оценивать на основе чистой прибыли. Мелкие фирмы — на основе прибыли до уплаты налогов, так как в этом случае устраняется влияние различий в налогообложении. Мультипликатор «Цена/денежный поток» точнее учитывает политику капитальных вложений и амортизационных отчислений.

**Мультипликатор «Цена/Чистые активы»** — коэффициент, характеризующий соотношение между ценой предприятия и его чистыми активами.

**Налогооблагаемая стоимость** — стоимость, рассчитанная на основе нормативных документов по налогообложению собственности.

**Недвижимая собственность** — совокупность материальных объектов недвижимости, а также правомочий и преимуществ, вытекающих из права собственности на эту недвижимость.

**Недвижимость** — земля и все, что постоянно закреплено на ней (здания, сооружения, леса, многолетние насаждения и т.д.). Основные свойства недвижимости — это неподвижность и материальность.

**Нематериальные активы** — объекты, используемые для получения дохода в течение длительного периода (не менее года) либо не имеющие материально-вещественной формы, либо материально-вещественная форма которых не играет существенной роли в процессе их эксплуатации. В составе нематериальных активов различают интеллектуальную собственность, имущественные права, отложенные или отсроченные расходы, гудвилл.

**Неплатежеспособность (во внесудебных процедурах)** — неустойчивое финансовое положение государственного предприятия или организации с долей участия государства в капитале не менее 25%, выявляемое уполномоченным органом в соответствии с утвержденной Правительством РФ системой критериев.

**Неплатежеспособность банка** — неспособность выполнять обязательства перед кредиторами и вкладчиками, вследствие того что рыночная стоимость активов меньше рыночной стоимости обязательств.

**Несостоятельность (банкротство)** — признанная судом или объявленная должником неспособность должника в полном объеме удовлетворить требования кредиторов по денежным обязательствам и (или) исполнить обязанность по уплате обязательных платежей.

**Неустранимый износ (в оценке)** — износ актива, затраты на устранение которого превышают соответствующее увеличение его стоимости.

**Норма возмещения капитала** — процентная ставка, по которой капитал, инвестированный в актив, подверженный износу, возмещается из дохода, получаемого от использования этого актива.

**Нормализация** — определение доходов и расходов, характерных для нормально функционирующего бизнеса; исключает единовременные доходы и расходы, корректирует методы учета операций с отражением отраслевой специфики, определяет рыночную стоимость активов.

**Ноу-хау** — полностью или частично конфиденциальные экономические, технические, управленческие или финансовые знания и опыт, обеспечивающие доход или определенные преимущества их владельцу.

**Оборотный капитал** — часть вещественного капитала с коротким сроком оборачиваемости (наличность в кассе, товарно-материальные запасы и т.д.); разница между текущими активами и текущими обязательствами предприятия.

**Объект оценки** — движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

**Основной капитал** — часть вещественного капитала, используемая в производственном процессе в течение длительного времени (земельные участки, здания, сооружения, машины, оборудование и т.п.).

**Остаточная стоимость** — первоначальная стоимость активов за минусом начисленного износа.

**Отчет об оценке** — документ, предъявляемый экспертом-оценщиком заказчику, в котором обосновывается проведенная оценка стоимости заказанного объекта.

**Оценка** — систематизированный сбор и анализ экспертами данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества (бизнеса) и оценки ее на основе действующих законодательства и стандартов.

**Оценщик** — специалист, обладающий высокой квалификацией, подготовкой и опытом для оценки различных видов имущества (бизнеса).

**Пассив** — правая часть бухгалтерского баланса, отражающая источники средств предприятия (уставный капитал, различные фонды, кредиты и займы, кредиторская задолженность).

**Период (срок) окупаемости** — время, необходимое для получения от реализации инвестиционного проекта денежных средств, равных первоначально инвестированной сумме.

**Периодический взнос в фонд накопления (фактор фонда возмещения)** — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета величины периодических равновеликих взносов, необходимых для накопления известной будущей денежной суммы при заданных процентной ставке и периоде.

**Периодический взнос на погашение кредита (взнос на амортизацию денежной единицы)** — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить величину будущих периодических равновеликих платежей в погашение кредита при известном проценте, начисляемом на уменьшающийся остаток кредита.

**План финансового оздоровления** — прогнозный документ, реализация которого имеет целью восстановление платежеспособности и финансовой устойчивости предприятия-должника.

**Полезность** — субъективная ценность, которую потребитель придает определенному объекту. В оценке она определяется возможностями и способами использования объекта, обуславливающими величину и сроки получаемого дохода и других выгод.

**Политический риск** — изменение стоимости или угроза национализации или конфискации активов, вызванные политическими событиями.

**Потенциальный валовой доход** — денежные поступления, которые были бы получены при сдаче в аренду всех единиц объекта недвижимости и получении всей арендной платы.

**Предмет оценки** — вид стоимости объекта, а также имущественные и прочие права, связанные с его оценкой.

**Предприятие** — имущественный объект и определенная структура организованной хозяйственной деятельности по производству и (или) реализации продукции, работ, услуг. Предприятие является имущественным комплексом, имеет права юридического лица, самостоятельный баланс, расчетный и иные счета в банках.

**Премия за контроль** — денежное выражение преимущества, обусловленного владением контрольным пакетом акций.

**Принцип замещения** — согласно этому принципу максимальная стоимость актива определяется самой низкой ценой или затратами на строительство (приобретение) другого актива эквивалентной полезности.

**Принцип ожидания** — согласно этому принципу рыночная стоимость определяется как текущая стоимость будущих доходов и других выгод, вытекающих из прав владения данным активом.

**Прогнозный период** — период прогнозирования доходов от деятельности предприятия (обычно до пяти лет), за которым следует послепрогнозный период.

**Простой процент** — процент, получаемый только на основную (первоначальную) денежную сумму, но не на начисленные проценты.

**Процентный риск** — возможность потери банком части своей прибыли вследствие негативного, непредвиденного изменения процентных ставок на денежном рынке.

**Рентабельность акционерного капитала** — отношение чистой прибыли после налогообложения к совокупному акционерному капиталу.

**Риск** — опасность недополучения ожидаемых доходов или появления непредвиденных расходов.

**Роялти** — периодическая выплата лицензионного вознаграждения: в виде отчислений от стоимости произведенной по лицензии продукции; в форме процента от объема продажи, начисленного от суммы прибыли.

**Рыночная стоимость** — наиболее вероятная цена, по которой объект оценки может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

**Рыночная цена** — денежная сумма, фактически выплаченная в сделке.

**Санирование** — проведение мероприятий для предотвращения банкротства, например реорганизация предприятия, испытывающего экономические трудности, как правило, путем изменения его финансового статуса.

**Себестоимость** — прямые и косвенные затраты на производство какого-либо объекта.

**Скидка на неконтрольный характер пакета акций** — денежная сумма, на которую уменьшается пропорциональная оцениваемому пакету доля стоимости акций в общей стоимости предприятия.

**Скидка на низкую ликвидность** — абсолютная величина или доля (в %), на которую уменьшается рыночная стоимость объекта, чтобы отразить его недостаточную ликвидность.

**Сложный процент (будущая стоимость денежной единицы)** — одна из шести функций сложного процента, позволяющих определить коэффициент для расчета будущей стоимости известной текущей денежной суммы по технике сложного процента. Процент начисляется как на первоначальную сумму, так и на ранее рассчитанные невыплаченные проценты, которые присоединяются к первоначальной сумме.

**Собственность** — отношения между различными субъектами (физическими или юридическими лицами) по поводу принадлежности средств и результатов производства; проявляются через правомочия владения, распоряжения и пользования.

**Собственный капитал** — уставный, учредительский или акционерный капитал предприятия (компании), включающий внесенный (оплаченный) капитал и нераспределенную прибыль.

**Сравнительный подход** — оценка стоимости предприятия путем сравнения цен на сходные предприятия или цен на акции сопоставимых компаний. При оценке используются финансовый анализ и мультипликаторы. Подход включает три метода: метод компании-аналога (рынок капитала), метод сделок и метод отраслевых коэффициентов.

**Ставка дисконтирования** — процентная ставка, используемая для приведения ожидаемых будущих доходов (расходов) к текущей стоимости.



**Ставка дохода на инвестиции** — процентное соотношение между чистым доходом и вложенными средствами.

**Ставка (коэффициент) капитализации** — процентная ставка, используемая для пересчета доходов в рыночную стоимость объекта.

**Ставка процента** — ставка дохода на основную денежную сумму, используемая для приведения текущих сумм к будущей стоимости.

**Стоимость воспроизводства** — сумма затрат в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки, на создание объекта, идентичного объекту оценки с применением идентичных материалов и технологий с учетом износа объекта оценки.

**Стоимость действующего предприятия** — стоимость бизнеса как целого, как субъекта хозяйствования, при условии адекватной потенциальной прибыльности или производственного потенциала предприятия, со всеми его активами и обязательствами, с гудвиллом и потенциальными возможностями. Это понятие подразумевает оценку непрерывно функционирующего предприятия, исходя из которой возможно распределение и разделение общей стоимости действующего предприятия по его составным частям в соответствии с их вкладом в общую стоимость, однако сам по себе ни один из этих компонентов не составляет рыночную стоимость.

**Стоимость замещения** — сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки (в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки) с учетом износа объекта оценки.

**Текущая стоимость предприятия (бизнеса)** — стоимость денежного потока от производственной деятельности и выручки от перепродажи объекта, дисконтированные по заданной ставке.

**Текущая стоимость аннуитета (текущая стоимость единичного аннуитета)** — одна из шести функций сложного процента, позволяющая определить коэффициент для расчета текущей стоимости определенного количества будущих равновеликих поступлений или платежей денежных средств, дисконтированных по заданной процентной ставке.

**Текущие активы** — денежные средства, товарно-материальные запасы и дебиторская задолженность, которые могут быть превращены в деньги в течение года.

**Текущие обязательства** — краткосрочные обязательства, подлежащие погашению в течение года.

**Техника остатка для зданий и сооружений** — способ оценки стоимости зданий и сооружений, согласно которому доход, получаемый от их эксплуатации, является остатком чистого операционного дохода после вычета дохода, приходящегося на земельный участок.

**Техника остатка для земельного участка** — способ оценки стоимости земельного участка, определяющий доход, получаемый от использования земли, как остаток после вычета из чистого операционного дохода его части, приходящегося на здания и сооружения.

**Технологическое устаревание** — потеря стоимости, вызванная изменениями в технологии, в результате которых актив становится менее продуктивным, более дорогим в эксплуатации.

**Точка самокупаемости или безубыточности** — объем производства, при котором совокупный доход равен совокупным расходам.

**Трансформация** — пересмотр или изменение формы бухгалтерской отчетности, если она ведется в соответствии с местными стандартами бухгалтерского учета, отличающимися от международных.

**Устаревание** — потеря стоимости в результате уменьшения полезности объекта под воздействием физических, технологических, эстетических факторов, а также изменений окружающей среды.

**Устранимый износ (в оценке)** — износ, затраты на ликвидацию которого оправданы ростом доходности или увеличением стоимости всего объекта.

**Физический износ** — снижение полезности и стоимости актива из-за ухудшения его физического состояния, потери естественных свойств в результате эксплуатации и природного воздействия.



**Физическое устаревание** — потеря стоимости объекта, вызванная изнашиванием, разрушениями, прочими физическими факторами, уменьшающими его полезность.

**Финансовый левелердж (финансовый рычаг)** — определяется степенью использования заемных средств для покупки недвижимости или других активов. Расчеты показывают, что увеличение доли заемных средств в финансировании пассивов повышает влияние прироста объема деятельности на рентабельность.

**Фирма** — определенное имя или наименование, которое относится к одному или нескольким предприятиям или индивидуальному предпринимателю. Право на фирменное наименование защищается законом.

**Функциональное устаревание** — потеря стоимости актива, связанная с невозможностью выполнять функции, для которых актив предназначался в результате технических нововведений или изменения рыночных стандартов.

**Цена** — денежная форма выражения стоимости объекта в конкретных условиях спроса и предложения на него.

**Чистая текущая стоимость** — стоимость потока доходов от операционной деятельности и от продажи объектов при заданной ставке дисконтирования за минусом первоначальных инвестиционных затрат.

**Чистые активы (нетто-активы)** — разница между суммарными активами и суммарными обязательствами.

**Чистый доход (в бухгалтерском учете и налогообложении)** — разница между доходами и расходами (включая налоги).

**Чистый операционный доход** — действительный валовой доход от объекта за вычетом операционных расходов.

**Экономическое устаревание** — потеря стоимости актива, вызванная внешними экономическими и неэкономическими факторами (политическими, юридическими, национальными и др.).

# МАТЕРИАЛЫ ДЛЯ ТЕСТОВОЙ СИСТЕМЫ

## К теме 1

1. К принципам оценки, связанным с эксплуатацией имущества, относятся принципы:
  - а) полезности, замещения, ожидания;
  - б) факторов производства, остаточной продуктивности, вклада, предельной доходности, сбалансированности;
  - в) спроса и предложения, конкуренции, изменений.
2. В состав имущественного комплекса предприятия входит:
  - а) недвижимое имущество;
  - б) движимое имущество и вложения;
  - в) запасы и затраты;
  - г) денежные средства и прочие финансовые активы;
  - д) прочие активы, не отраженные в балансе;
  - е) нематериальные активы;
  - ж) пассивы предприятия.

Ответы: I) а–е; II) а–ж; III) а, б, в, г, е; IV) а, б, г, е, ж

3. К применениям оценки бизнеса, предусмотренным российским законодательством, относятся:
  - а) выкуп паев (акций) в закрытых компаниях;
  - б) обоснование вариантов санации предприятий-банкротов;
  - в) вступление в ООО имущественным взносом;
  - г) подготовка к продаже обанкротившихся предприятий;
  - д) подготовка к продаже приватизируемых предприятий;
  - е) эмиссия новых акций ОАО;
  - ж) обоснование дивидендов, которые должны выплачиваться акционерам по привилегированным акциям.

Ответы: I) а–е; II) а, б, в; III) а, б, г, д; IV) а–ж

4. Укажите неверное утверждение. Под рыночной стоимостью объекта оценки понимается наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т.е. когда:
  - а) объект оценки представлен на открытый рынок в форме публичной оферты;
  - б) цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки не было;
  - в) стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют как в своих интересах, так и в интересах третьих лиц.
5. Подход, предполагающий, что для оценки рыночной стоимости закрытой или не имеющей размещенных на фондовом рынке акций открытой компании, среди открытых компаний с ликвидными акциями находят оцененную фондовым рынком компанию-аналог и переносят эту оценку с соответствующими корректировками, называется:
  - а) рыночным (сравнительным) подходом;
  - б) доходным подходом;
  - в) имущественным (затратным) подходом.
6. Наилучшее и наиболее эффективное использование имущества — это выбранное из достаточного числа альтернативных вариантов наиболее вероятное использование, которое:
  - а) юридически допустимо;
  - б) физически возможно;
  - в) финансово осуществимо;
  - г) надлежащим образом оправдано;
  - д) максимально сбалансировано;
  - е) оценка имущества дает максимальную величину стоимости.

Ответы: I) а, б, в, е; II) б, в, е; III) а, б, в, г, е; IV) б, в, г, д

7. *Укажите правильное утверждение в отношении принципов оценки предприятия:*
- а) принципы, основанные на представлениях пользователя, — полезности, замещения, ожидания; принципы, связанные эксплуатацией имущества, — факторов производства, остаточной продуктивности, вклада, предельной доходности, сбалансированности; принципы, обусловленные действием рыночной среды, — спроса и предложения, конкуренции, изменений;
  - б) принципы, основанные на представлениях пользователя, — полезности, замещения, ожидания; принципы, обусловленные эксплуатацией собственности, — спроса и предложения, конкуренции, изменений; принципы, обусловленные действием рыночной среды, — факторов производства, остаточной продуктивности, вклада, предельной доходности сбалансированности;
  - в) принципы, основанные на представлениях пользователя, — спроса и предложения, конкуренции, изменений; принципы, обусловленные эксплуатацией собственности, — полезности, замещения, ожидания; принципы, обусловленные действием рыночной среды, — факторов производства, остаточной продуктивности, вклада, предельной доходности, сбалансированности.
8. *В каких из перечисленных ниже ситуаций необходимо или может иметь место применение специальных методов оценки бизнеса?*
- а) определение договорной стоимости выкупа акций АО у его учредителей;
  - б) обоснование стартовой цены в приватизационном аукционе, на который выставляется пакет акций, принадлежащих государству;
  - в) утверждение проспекта эмиссии акций;
  - г) оценка предприятия-банкрота, представляемая собранию его кредиторов;
  - д) исчисление рыночной стоимости неликвидных финансовых активов предприятия, с которой в части этих активов взимается налог на имущество;
  - е) планирование цены предложения или цены спроса при подготовке сделок по купле-продаже пакетов акций закрытых компаний.

*Ответы: I) а, в, г, д; II) а–е; III) а–д; IV) б, в, г, д*

## **К теме 2**

1. *Корректировка финансовой отчетности с целью приведения к единым стандартам бухгалтерского учета является целью:*
- а) вычисления относительных показателей в процессе оценки;
  - б) трансформации бухгалтерской отчетности;
  - в) нормализации бухгалтерской отчетности;
  - г) инфляционной корректировки данных.
2. *Коэффициенты капиталотдачи, фондоотдачи, оборачиваемости активов и запасов входят в группу показателей:*
- а) рентабельности организации;
  - б) эффективности управления;
  - в) деловой активности;
  - г) рыночной устойчивости;
  - д) ликвидности баланса;
  - е) платежеспособности.
3. *Коэффициенты автономии и маневренности входят в группу показателей оценки:*
- а) рентабельности организации;
  - б) эффективности управления;
  - в) деловой активности;
  - г) устойчивости финансового состояния;
  - д) ликвидности баланса;
  - е) платежеспособности.
4. *Коэффициенты общего и абсолютного покрытия входят в группу показателей оценки:*
- а) рентабельности организации;
  - б) эффективности управления;

- в) деловой активности;
  - г) рыночной устойчивости;
  - д) ликвидности баланса;
  - е) платежеспособности.
5. *Объявляемая величина прибыли предприятия зависит от:*
- а) используемого метода учета стоимости покупных ресурсов в себестоимости проданной продукции (LIFO; FIFO, метод скользящей средней);
  - б) используемого метода амортизации (ускоренная, равномерная);
  - в) используемого критерия зачисления продукции в реализованную;
  - г) по всем выше перечисленным причинам.
6. *Определение доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса является целью:*
- а) вычисления относительных показателей;
  - б) трансформации бухгалтерской отчетности;
  - в) нормализации бухгалтерской отчетности;
  - г) инфляционной корректировки данных.
7. *К прямым функциям сложного процента относятся:*
- а) накопленная сумма единицы (будущая стоимость единицы);
  - б) накопление (рост) единицы за период (будущая стоимость аннуитета);
  - в) фактор фонда возмещения (периодический взнос в фонд накопления);
  - г) текущая стоимость единицы (реверсии);
  - д) текущая стоимость единичного аннуитета;
  - е) взнос на амортизацию единицы (периодический взнос на погашение кредита).

*Ответы: I) а, б, в; II) а, б, д; III) а, б, в, г; IV) б, в, г, д*

8. *К обратным функциям сложного процента относятся:*
- а) накопленная сумма единицы (будущая стоимость единицы);
  - б) накопление (рост) единицы за период (будущая стоимость аннуитета);
  - в) фактор фонда возмещения (периодический взнос в фонд накопления);
  - г) текущая стоимость единицы (реверсии);
  - д) текущая стоимость единичного аннуитета;
  - е) взнос на амортизацию единицы (периодический взнос на погашение кредита).

*Ответы: I) а, б, в; II) в, г, е; III) а, б, в, г, е; IV) г, д, е*

### К теме 3

1. *Верно ли утверждение, что стоимость бизнеса равна доходу, который можно было бы получить за срок его полезной жизни, вложив ту же сумму инвестиций в сопоставимый по рискам доступный инвестору бизнес:*
- а) да;
  - б) нет;
  - в) нельзя сказать с определенностью.
2. *Определение ставки дисконта для дисконтирования денежных потоков для собственного капитала осуществляется с использованием:*
- а) модели оценки капитальных активов;
  - б) метода кумулятивного построения;
  - в) метода средневзвешенной стоимости капитала.

*Ответы: I) а-в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в*

3. *К несистематическим рискам относятся:*
- а) риски менеджмента;
  - б) риски финансовой неустойчивости компании;
  - в) операционный леввередж фирмы;
  - г) финансовый рычаг предприятия;
  - д) риски конкуренции и нестабильного платежеспособного спроса;
  - е) риски характера компании, малого бизнеса и страновой риск;

*Ответы: I) а, б, в, г, е; II) а, б, в, д; III) а, б, в, е; IV) а, б, в, г*

4. Для расчета полного денежного потока используются следующие величины:

- а) прибыль (убыток);
- б) амортизационные отчисления;
- в) процентные выплаты по кредитам;
- г) налог на прибыль;
- д) инвестиции;
- е) прирост и уменьшение долгосрочной задолженности;
- ж) прирост собственных оборотных средств;
- з) дивидендный доход.

Ответы: I) а–з; II) а–ж; III) а, б, в, г; IV) б, в, г, д, е, ж, з

5. Для расчета бездолгового денежного потока используются следующие величины:

- а) прибыль (убыток);
- б) амортизационные отчисления;
- в) процентные выплаты по кредитам;
- г) налог на прибыль;
- д) инвестиции;
- е) прирост и уменьшение долгосрочной задолженности;
- ж) прирост собственных оборотных средств;
- з) дивидендный доход.

Ответы: I) а–з; II) а, б, в, г, д, е, ж, з; III) а, б, г, д, ж; IV) б, в, г, д, е, ж, з

6. Коэффициент капитализации совпадает со ставкой дисконта в модели:

- а) Гордона;
- б) Инвуда;
- в) Хоскальда;
- г) Ринга;
- д) прямой капитализации дохода.

7. В качестве ставки дисконта, не учитывающей риски бизнеса, используется безрисковая ставка доходности, которая берется на уровне:

- а) доходности государственных облигаций;
- б) доходности акций, включенных в листинг РТС;
- в) доходности страхуемых банковских депозитов.

Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в

8. Укажите правильное утверждение в отношении использования методов капитализации ожидаемого дохода для расчета остаточной текущей стоимости бизнеса с учетом его рисков:

- а) если постоянные (средние) доходы от бизнеса можно получать неопределенно длительное время, то используется модель Гордона; если постоянные (средние) доходы от бизнеса можно получать в течение фиксированного срока времени, то используются модели Инвуда, Хоскальда и Ринга; если доходы от бизнеса имеют стабильный умеренный темп роста неопределенно длительное время, то используется прямая простая капитализация дохода;
- б) если постоянные (средние) доходы от бизнеса можно получать неопределенно длительное время, то используется прямая простая капитализация дохода; если постоянные (средние) доходы от бизнеса можно получать в течение фиксированного срока времени, то используются модели Инвуда, Хоскальда и Ринга; если доходы от бизнеса имеют стабильный умеренный темп роста неопределенно длительное время, то используется модель Гордона;
- в) если постоянные (средние) доходы от бизнеса можно получать неопределенно длительное время, то используется прямая простая капитализация дохода; если постоянные (средние) доходы от бизнеса можно получать в течение фиксированного срока времени, то используется модель Гордона; если доходы от бизнеса имеют стабильный умеренный темп роста неопределенно длительное время, то используются модели Инвуда, Хоскальда и Ринга.



#### К теме 4

1. Какой из методов рыночного подхода к оценке бизнеса дает оценку компаний с распыленным капиталом?
  - а) метод рынка капитала;
  - б) метод сделок;
  - в) метод отраслевой специфики.
2. В каком из перечисленных методов отношение «Цена/Прибыль до налогов» рассчитывается по цене акций, которая наблюдалась при слиянии или поглощении компании-аналога?
  - а) методе рынка капитала;
  - б) методе сделок;
  - в) методе «отраслевых коэффициентов»;
  - г) методе «избыточных прибылей».
3. При использовании зарубежного аналога корректировочные коэффициенты учитывают:
  - а) разную реакцию в разных странах рыночной цены на акции компаний с одним и тем же соотношением «Цена/Прибыль» на показываемые компаниями чистые прибыли;
  - б) разную степень доверия рынков к перспективам компаний путем сопоставления сравнительной относительной капитализации фондовых рынков;
  - в) восприятия фондовым рынком разного уровня систематических инвестиционных рисков в стране оцениваемой компании и зарубежной компании-аналога.

*Ответы: I) а–в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в*
4. Верно ли утверждение: коэффициент «Цена/Прибыль» можно рассчитывать как на основе соотношения рыночной цены компании с ее прибылью, так и путем деления цены одной акции компании на ее прибыль, приходящуюся на одну обыкновенную акцию:
  - а) верно;
  - б) неверно;
  - в) нельзя сказать с определенностью.
5. Обязательным корректировкам при использовании метода рынка капитала подлежат:
  - а) прибыль в соответствии с данным методом учета товарно-материальных ценностей;
  - б) отчисления на износ;
  - в) прибыль в зависимости от применяемой системы бухучета.

*Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в*
6. Зарубежный аналог в рыночном подходе по сравнению с отечественным:
  - а) предпочтительнее, так как его можно найти на мировом фондовом рынке;
  - б) требует значительных корректировок в алгоритме оценки;
  - в) позволяет реально использовать рыночный подход;

*Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в*
7. Какой из методов рыночного подхода к оценке бизнеса позволяет вместо коэффициента «Цена/прибыль» пользоваться коэффициентом «Цена/выручка»?
  - а) метод рынка капитала;
  - б) метод сделок;
  - в) метод отраслевой специфики;
8. Какой из методов рыночного подхода к оценке бизнеса позволяет учесть удорожание акций компании, где существует контроль владельцев за менеджментом?
  - а) метод рынка капитала;
  - б) метод сделок;
  - в) метод отраслевой специфики.

## К теме 5

1. *Использование имущественного подхода наиболее адекватно для оценки:*

- а) ликвидируемого предприятия;
- б) действующей компании, имущество которой состоит в основном из финансовых активов;
- в) действующей компании, обладающей особо ценными нематериальными активами, которые составляют ее гудвилл;
- г) действующей компании, в которой наиболее ценными являются основные и оборотные фонды.

*Ответы: I) а–г; II) а, б, в; III) а, в, г; IV) а, б*

2. *Укажите верное утверждение относительно гудвилла:*

- а) может быть отделен от действующего предприятия;
- б) не может быть отделен от действующего предприятия;
- в) нет верного утверждения.

3. *Применение метода накопления активов для оценки действующего предприятия предполагает:*

- а) определение текущих стоимостей будущих платежей по взятым кредитам и ожидаемых чистых поступлений;
- б) учет балансовой стоимости кредиторской задолженности и рыночной стоимости дебиторской задолженности;
- в) учет как балансовой стоимости кредиторской задолженности и рыночной стоимости дебиторской задолженности, так и установление текущих стоимостей будущих платежей и ожидаемых чистых поступлений.

4. *Метод, предполагающий оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной или ликвидационной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности, называется:*

- а) методом капитализации ожидаемого дохода;
- б) методом рынка капитала;
- в) методом накопления активов;
- г) методом сделок.

5. *Метод «избыточных прибылей» позволяет оценить стоимость создаваемого в инновационном проекте гудвилла на основе:*

- а) перенесения на рассматриваемое предприятие коэффициента «съема прибылей» с чистых материальных активов;
- б) выявления планируемых «избыточных» прибылей, которые нельзя объяснить эффективностью использования чистых материальных активов;
- в) капитализации «избыточных» прибылей по ставке дисконта, учитывающей риски инновационного проекта;
- г) всего перечисленного выше.

6. *При корректировке кредиторской и дебиторской задолженности допустимо использовать:*

- а) ставку дисконта, учитывающую деловые риски самого предприятия;
- б) ставки дисконта, учитывающие деловые риски отдельных его должников;
- в) ставку дисконта, определенную по формуле Фишера.

*Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в*

7. *Если избыточные прибыли окажутся отрицательными, то это может означать, что:*

- а) нематериальные активы вносят отрицательный вклад в рыночную стоимость предприятия;
- б) завышена балансовая стоимость материальных активов в отрасли;
- в) при переоценке материальных активов с балансовой на рыночную стоимость недоучтен износ.

*Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) б, в; IV) а, в*

## К теме 6

1. *Оценку стоимости предприятия при условии приобретения 100%-ного контроля над ним можно сразу же получить:*
- а) методом накопления активов;
  - б) методом дисконтированного денежного потока;
  - в) методом сделок;
  - г) методом рынка капитала.

*Ответы: I) а–г; II) а, б, в; III) а, б, г; IV) б, в, г*

2. *Укажите правильное утверждение в отношении размера премии (скидки):*
- а) скидка на неконтрольный характер пакета 10–55%, премия за контрольный характер пакета 40–50%, скидка за недостаточную ликвидность акций 20–25%, скидка за неразмещенность акций на фондовом рынке 10–15%;
  - б) скидка на неконтрольный характер пакета 20–25%, премия за контрольный характер пакета 30–40%, скидка за недостаточную ликвидность акций 40–50%, скидка за неразмещенность акций на фондовом рынке 15–20%;
  - в) скидка на неконтрольный характер пакета 20–25%, премия за контрольный характер пакета 30–40%, скидка за недостаточную ликвидность акций 20–25%, скидка за неразмещенность акций на фондовом рынке 10–15%.
3. *Основополагающий принцип оценки пакетов акций заключается в следующем:*
- а) предварительно оценить ликвидационную стоимость рассматриваемой компании в целом;
  - б) предварительно оценить рыночную стоимость всей рассматриваемой компании в целом (100% обыкновенных акций);
  - в) предварительно не оценивать рыночную стоимость всей рассматриваемой компании в целом, а оценивать контрольный пакет.
4. *Оценка конкретного пакета акций компании осуществляется на основе оценочной стоимости всей компании с учетом следующих факторов:*
- а) степени контроля над менеджментом, которая приобретается с покупкой пакета;
  - б) степени ликвидности акций;
  - в) уровня капитализации компании;
  - г) размещенности или неразмещенности неликвидных акций на фондовом рынке.

*Ответы: I) а–г; II) а, б, в; III) а, б, г; IV) б, в, г*

5. *Верно ли утверждение: оценка крупного пакета акций предприятия должна делаться как на момент оценки, так и на момент предполагаемой перепродажи этого пакета?*
- а) да;
  - б) нет;
  - в) нельзя сказать с определенностью.
6. *Каким образом можно оценивать стоимость миноритарной (меньшей) доли российского общества с ограниченной ответственностью, обоснованная рыночная стоимость которого определена методом рынка капитала?*
- а) умножая полученную методом рынка капитала оценку предприятия на размер доли (пропорциональной к единице);
  - б) умножая полученную методом рынка капитала оценку предприятия на размер доли (пропорциональной к единице) и уменьшая ее на скидку за недостаточную ликвидность акций (долей) рассматриваемого предприятия;
  - в) умножая полученную методом рынка капитала оценку предприятия на размер доли (пропорциональной к единице), уменьшая ее на скидку за недостаточную ликвидность акций (долей) рассматриваемого предприятия, а также уменьшая полученный результат на скидку за неразмещенность акций (долей) фирмы на фондовом рынке.
7. *Верно ли следующее утверждение: размер скидки за недостаток ликвидности по обыкновенным акциям, как правило, ниже, чем по привилегированным акциям?*
- а) да;
  - б) нет;
  - в) нельзя сказать с определенностью.

8. Оценка неконтрольного пакета акций закрытой компании может быть произведена умножением на относительный размер этого пакета (в долях от 100% обыкновенных акций) обоснованной рыночной стоимости предприятия, которая получена:
- методом рынка капитала или методом отраслевой специфики;
  - методом рынка капитала или методом отраслевой специфики с вычитанием скидки за недостаток ликвидности акций;
  - методом рынка капитала или методом отраслевой специфики с вычитанием скидки за недостаток ликвидности акций и скидки, основанной на издержках размещения на фондовом рынке акций сходных компаний той же отрасли;
  - методом дисконтированного денежного потока;
  - методом дисконтированного денежного потока с вычитанием скидок за недостаток приобретаемого контроля и недостаток ликвидности акций;
  - методом накопления активов с вычитанием скидок за недостаток приобретаемого контроля, недостаток ликвидности акций, а также скидки, основанной на издержках размещения на фондовом рынке акций сходных компаний той же отрасли.
- Ответы: I) а, г; II) а, б, в; III) в, е; IV) в, г; V) г, д*
9. Для какой из перечисленных ниже отраслей более оправданно применение коэффициента «Цена/Валовой доход»?
- точное машиностроение;
  - молокопродукты;
  - поставки природного газа;
  - авиационная промышленность;
  - строительство.

#### К теме 7

- Концепция управления стоимостью предприятия ориентирует его менеджмент на:
  - рост рыночной стоимости компании или рост стоимости ее имущественного комплекса;
  - максимизацию текущих и ожидаемых на ближайшее время прибылей предприятия;
  - лучшие достижения в менеджменте по отдельным его составляющим.
- Концепция управления стоимостью предприятия предполагает:
  - с точки зрения акционеров (инвесторов) фирмы управление ею должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости фирмы и ее акций;
  - менеджеры фирмы нацеливаются на действия и управленческие решения, которые создают основу для получения прибылей в отдаленном будущем;
  - менеджеры фирмы нацеливаются на действия и управленческие решения, которые увеличивают текущие либо надежно планируемые на ближайшие периоды прибыли фирмы.

*Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) а, в; IV) б, в*
- Ключевой показатель для принятия управленческих решений:
  - прибыль;
  - денежный поток;
  - рентабельность;
  - уровень корпоративного управления.
- В процессе управления стоимостью модели денежного потока можно использовать в случаях:
  - расчета рыночной стоимости инвестированного капитала в первоначальный период времени;
  - расчета стоимостного эффекта от сделок по слиянию и поглощению;
  - расчета стоимостного эффекта от реализации инвестиционных проектов с нестабильными денежными потоками.

*Ответы: I) а, в; II) а, б; III) б, в; IV) а, б, в*
- В российской оценочной практике под стоимостью бизнеса понимают:
  - стоимость собственного капитала;
  - стоимость инвестированного капитала;
  - стоимость оборотного капитала;
  - стоимость имущественного комплекса и нематериальных активов.

6. Выбор конкретной модели денежного потока в качестве базовой при расчете стоимости компании зависит от:
- а) цели оценки;
  - б) исходной информации;
  - в) нормативной документации регулирующих органов;
  - г) желания оценщика.

Ответы: I) а, в; II) а, б, в; III) б, в, г; IV) а, б, в, г

7. Метод оценки и управления стоимостью компании, основанный на концепции экономической добавленной стоимости, — это...
- а) EVA;
  - б) SVA;
  - в) MVA.
8. Метод оценки и управления стоимостью компании, основанный на концепции акционерной добавленной стоимости, — это...
- а) EVA;
  - б) SVA;
  - в) MVA.

### К теме 8

1. Можно ли сказать, что инновационные проекты являются разновидностью инвестиционных проектов?
- а) да;
  - б) нет;
  - в) в зависимости от обстоятельств.
2. Текущая остаточная стоимость инновационного проекта и его вклад в рыночную капитализацию фирмы по мере реализации бизнес-плана проекта:
- а) сначала увеличиваются, а потом уменьшаются;
  - б) сначала уменьшаются, а затем увеличиваются;
  - в) сохраняются неизменными;
  - г) изменяются в зависимости от плана-прогноза денежных потоков по бизнесу.
3. К стандартным показателям эффективности инвестиционных проектов относятся:
- а) чистая текущая стоимость;
  - б) внутренняя норма рентабельности;
  - в) простой и дисконтированный срок окупаемости;
  - г) балансовая прибыль.

Ответы: I) а–г; II) а, б, в; III) а, б, г; IV) б, в, г

4. Верно ли утверждение: вклад инновационного проекта в рыночную стоимость компании со временем изменяется?
- а) да;
  - б) нет;
  - в) нельзя сказать с определенностью.
5. Какие из названных ниже факторов влияют на изменение во времени остаточной текущей стоимости нового бизнеса?
- а) оказываются пройденными периоды, для которых характерны отрицательные денежные потоки;
  - б) приближаются по срокам наиболее значительные положительные денежные потоки;
  - в) уменьшается степень неопределенности (риск) приближающихся по времени плановых денежных потоков;
  - г) исчерпывается платежеспособный спрос, и изнашиваются созданные для бизнеса производственные мощности;
  - д) все приведенные факторы;
  - е) все приведенные факторы, кроме (а);



- ж) все приведенные факторы, кроме (б);
  - з) все приведенные факторы, кроме (в);
  - и) все приведенные факторы, кроме (г).
6. *Что из перечисленного ниже является главным фактором увеличения со временем вклада инновационного проекта в оценку рыночной стоимости компании-инноватора, если проект предполагает получение резко повышенных отложенных на будущее денежных потоков?*
- а) снижение применяемой ставки дисконта вследствие уменьшения меры неопределенности уточняемого по проекту прогноза денежных потоков;
  - б) приближение по времени ожидаемых денежных потоков, которые обеспечивают основную отдачу высокоэффективного проекта;
  - в) эффект имущественной синергетики;
  - г) иное.
7. *Повышение рыночной стоимости предприятия отвечает интересам его:*
- а) кредиторов;
  - б) акционеров;
  - в) работников;
  - г) менеджеров.
8. *Изменение остаточной текущей стоимости ранее начатого бизнеса (проекта) следует закономерностям, наблюдаемым в связи с:*
- а) изменением временной структуры планируемых денежных потоков при уменьшении остаточного срока бизнеса;
  - б) уменьшением неопределенности в ожидаемых денежных потоках;
  - в) сохранением или утратой для предприятия возможности продать бизнес, ранее начатый по инновационному проекту;
  - г) всеми перечисленными выше факторами.

### К теме 9

1. *В процессе реструктуризации компаний оценка бизнеса нужна для:*
- а) обоснования соотношения, в котором акции дочерних компаний обмениваются на акции материнской компании;
  - б) обоснования соотношений, в которых акции материнской и дочерних компаний обмениваются на акции вновь созданной холдинговой компании;
  - в) оценки эффективности реструктуризации с точки зрения повышения инвестиционной привлекательности компании.
- Ответы: I) а, б, в; II) а, б; III) а, в; IV) в, б*
2. *Верно ли следующее утверждение: реструктуризация предприятия означает его реорганизацию?*
- а) да;
  - б) нет;
  - в) нельзя сказать с определенностью.
3. *Что представляют собой мероприятия по реструктуризации акционерного капитала предприятия?*
- а) приведение уставного капитала предприятия в соответствие с его собственным капиталом;
  - б) выделение или учреждение дочерних предприятий (в том числе тех, которые должны быть объявлены несостоятельными);
  - в) слияние с поставщиками или основными заказчиками;
  - г) поглощение финансово-кризисного предприятия той или иной холдинговой компанией;
  - д) ликвидацию фирмы с внесением неликвидного свободного от долгов имущества в уставный капитал вновь учреждаемого предприятия;
  - е) банкротство фирмы с введением на ней процедуры внешнего управления;
  - ж) все перечисленное выше.

4. *В чем из приведенного ниже состоит реструктуризация имущества предприятия?*
- а) в выявлении и продаже (или выведении с баланса прочими способами) избыточных активов;
  - б) в приобретении либо создании собственными силами новых материальных и нематериальных активов, необходимых для реализации антикризисных инвестиционных проектов;
  - в) в возвратном лизинге специального технологического оборудования;
  - г) во внесении имущества в уставные фонды выделяемых или вновь учреждаемых дочерних предприятий;
  - д) в отражении на балансе фирмы ранее не показывавшихся в нем нематериальных активов;
  - е) в продаже долевых частей в реализующих перспективные инновационные проекты дочерних предприятиях;
  - ж) во всем перечисленном выше.
5. *В каких формах может осуществляться реструктуризация кредиторской задолженности?*
- а) отсрочка или рассрочка просроченного или непросроченного долга;
  - б) то же по штрафным санкциям и пени, накопившимся по просроченному долгу;
  - в) конвертация долга в долевое участие в предприятии-должнике;
  - г) консолидация долга;
  - д) списание части долга;
  - е) взаимозачет между кредиторской и дебиторской задолженностями по контрагентам, являющимся одновременно по отношению друг к другу кредиторами и дебиторами;
  - ж) во всех перечисленных выше формах.
6. *В чем должна заключаться реструктуризация дебиторской задолженности для финансово-кризисного предприятия?*
- а) в отсрочке (рассрочке) платежей по дебиторской задолженности;
  - б) в конвертации просроченной дебиторской задолженности в акции фирм-должников;
  - в) в продаже наиболее ликвидной дебиторской задолженности;
  - г) во всем перечисленном выше.
7. *Можно ли преобразовать дебиторскую задолженность по ранее осуществленным поставкам с просроченной оплатой в векселя или облигации дебитора, выписанные им на будущие сроки, но на суммы, которые превышают задолженность?*
- а) да;
  - б) нет;
  - в) нельзя сказать с определенностью.
8. *Что из перечисленного ниже не относится к мерам предприятия по реструктуризации акционерного капитала?*
- а) приведение уставного капитала предприятия в соответствие с его собственным капиталом;
  - б) выделение или учреждение дочерних предприятий (в том числе тех, которые должны быть объявлены несостоятельными);
  - в) слияние с поставщиками или основными заказчиками;
  - г) поглощение финансово-кризисного предприятия той или иной холдинговой компанией;
  - д) обмен акциями между владельцами крупных долей в данном и стороннем предприятиях;
  - е) конвертация долга предприятия в его акции за счет акций, выкупленных предприятием ранее;
  - ж) ликвидация фирмы с внесением неликвидного свободного от долгов имущества в уставный капитал вновь учреждаемого предприятия;
  - з) банкротство фирмы с введением на ней процедуры внешнего управления;
  - и) ничего из перечисленного выше.

# МЕТОДИЧЕСКИЕ УКАЗАНИЯ ДЛЯ ВЫПОЛНЕНИЯ КОНТРОЛЬНЫХ РАБОТ

## ОБЩИЕ ПОЛОЖЕНИЯ

Написание контрольной работы по учебному курсу имеет следующие цели:

- закрепление знаний студентов по основному содержанию теоретической части курса, посредством работы студента с дополнительной литературой;
- развитие творческих способностей студентов;
- развитие навыков работы с законодательными актами;
- приобретение опыта подготовки аналитических обзоров;
- подготовка к выполнению квалификационной работы.

Для достижения указанных целей контрольная работа предполагает выполнение двух заданий, в совокупности позволяющих оценить степень соответствия знаний и навыков студента установленным требованиям.

**Задание 1.** Теоретический вопрос. Имеет цель раскрыть знания студента в области теории оценочной деятельности применительно к бизнесу (предприятию).

**Задание 2.** Практическая (ситуационная) задача. Преследует цель развить навыки анализа практических ситуаций в области оценки бизнеса с учетом требований законодательства, а также проводить расчеты по оценке стоимости конкретных предприятий.

## ИНСТРУКЦИЯ ПО ВЫПОЛНЕНИЮ КОНТРОЛЬНОЙ РАБОТЫ

Перед выполнением контрольной работы следует подробно ознакомиться с настоящими методическими рекомендациями и рабочей программой дисциплины «Оценка бизнеса».

Выполнение контрольной работы предусматривает несколько этапов:

- 1) выбор вариантов заданий, предусмотренных настоящими методическими указаниями;
- 2) подбор литературы для выполнения заданий с учетом списка рекомендуемой литературы, приведенного в рабочей программе;
- 3) выполнение заданий. Задания должны выполняться в той последовательности, в которой они излагаются в данных методических указаниях.

При выполнении практического задания следует учитывать следующие основные моменты:

- 1) в условиях практической задачи могут присутствовать избыточные данные, надо выбрать только те, которые необходимы для решения задачи;
- 2) нормативным документом, регламентирующим порядок расчета стоимости чистых активов, является «Порядок оценки стоимости чистых активов акционерных обществ», утвержденный приказом Министерства финансов России и ФКЦБ России от 29 января 2003 г. №10н/03-6/пз;
- 3) обязательно приводить ход решения задачи по действиям и выделять окончательный ответ.

В соответствии с требованиями п.2, 3 раздела 1 «Внутреннего стандарта по оформлению текстов контрольных работ студентов всех форм обучения» (Утвержден решением ученого совета НГАЭиУ от 16 марта 2004 г.), а именно:

«...2. Объем текста контрольной работы не должен превышать: при рукописном варианте — 16 страниц тетрадного формата или 10 страниц формата А4 (210 × 297 мм) при этом текст работы пишется четким разборчивым почерком на обеих сторонах листа тетрадного формата или на обеих сторонах листа формата А4; при наборе студентом текста работы на компьютере — 8 страниц, при этом текст печатается на одной стороне листа бумаги формата А4 (210 × 297 мм).

3. При наличии в контрольной работе таблиц, графиков, диаграмм, расчетов объем работы может превышать объемы текста контрольной работы, устанавливаемые в п.2 типовых требований к оформлению и объему контрольных работ», рекомендуются следующие объемы изложения элементов заданий контрольной работы.

Объем задания 1: 13 страниц тетрадного формата или 8 страниц формата А4 (210 × 297 мм), при наборе текста работы на компьютере — 6 страниц формата А4 (210 × 297 мм).

Объем задания 2: 3 страницы тетрадного формата или 2 страницы формата А4 (210 × 297 мм), при наборе текста работы на компьютере — 2 страницы формата А4 (210 × 297 мм).

## ПРАВИЛА ВЫБОРА ВАРИАНТА КОНТРОЛЬНОЙ РАБОТЫ

Номер варианта темы контрольной работы	Последняя цифра номера зачетной книжки	Номер теоретического вопроса	Номер практической задачи
1	1	1	1
2	2	2	2
3	3	3	3
4	4	4	4
5	5	5	5
6	6	6	6
7	7	7	7
8	8	8	8
9	9	9	9
10	0	10	10

## СТРУКТУРА КОНТРОЛЬНОЙ РАБОТЫ

1. Титульный лист.
2. Теоретическая часть.
  - 2.1. Текст теоретического задания.
  - 2.2. Ответ на теоретическое задание.
3. Практическая (ситуационная) часть.
  - 3.1. Текст практического задания.
  - 3.2. Ответ на практическое задание.
4. Список литературы, используемой для написания контрольной работы.

## ЗАДАНИЯ ДЛЯ ВЫПОЛНЕНИЯ КОНТРОЛЬНОЙ РАБОТЫ

### Теоретические вопросы

1. Методические основы оценки стоимости бизнеса (предприятия).
2. Доходный подход к оценке бизнеса: сравнительный анализ методов и возможности использования в России.
3. Рыночный подход к оценке бизнеса: сравнительный анализ методов и возможности использования в России.
4. Имущественный подход к оценке бизнеса: сравнительный анализ методов и возможности использования в России.
5. Оценка материальных и нематериальных активов предприятия.
6. Оценка ликвидационной стоимости предприятия.
7. Оценка пакета акций (доли) предприятия. Оценка поглощаемого бизнеса.
8. Концепция управления стоимостью компании и современные методы оценки.
9. Оценка инновационных проектов предприятия.
10. Реструктуризация как инструмент управления стоимостью компании.

### Практические задачи

#### Задача 1

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью в 600 тыс. руб., которые можно сдать в аренду. Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска этих видов продукции, составляет 410 тыс. руб.

Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции и аренды временно избыточных активов прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 200, через два года — 170, через три года — 50, через четыре года — 30;
- продукция Б — через год — 30, через два года — 150, через три года — 750, через четыре года — 830, через пять лет — 140;

- продукция В — через год — 95, через два года — 25;
- поступления от аренды временно избыточных активов через год — 70.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 30%, три года — 25%, четыре года — 21%, пять лет — 18%.

Необходимо, без учета рисков бизнеса, определить рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года и на пять лет продолжения его работы.

### Задача 2

По данным бухгалтерского баланса определите стоимость имущественного комплекса ОАО «ХХ», используя метод стоимости чистых активов.

Бухгалтерский баланс ОАО «ХХ» (тыс. руб.)

Показатели	Код строки	На конец отчетного периода
<b>АКТИВ</b>		
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
Нематериальные активы	110	33256
Основные средства	120	7078869
Незавершенное строительство	130	2480324
Доходные вложения в материальные ценности	135	0
Долгосрочные финансовые вложения	140	160921
Прочие внеоборотные активы	150	0
Итого по разделу I	190	9753370
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
Запасы	210	503909
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	429078
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	0
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	5567865
В том числе задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	244	50
Краткосрочные финансовые вложения	250	110443
В том числе собственные акции, выкупленные у акционеров	252	100
Денежные средства	260	14379
Прочие оборотные активы	270	50
Итого по разделу II	290	6625874
<b>БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)</b>	<b>300</b>	<b>16379244</b>
<b>ПАССИВ</b>		
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>		
Уставный капитал	410	754533
Добавочный капитал	420	7957673
Резервный капитал	430	0
Фонд социальной сферы	440	48259
Целевые финансирование и поступления	450	0
Нераспределенная прибыль прошлых лет	460	2039871
Нераспределенная прибыль отчетного года	470	0
Итого по разделу III	490	10800336
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		
Займы и кредиты	510	1703
Прочие долгосрочные обязательства	520	200
Итого по разделу IV	590	1903
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		
Займы и кредиты	610	64806
Кредиторская задолженность	620	5438331
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	18
Доходы будущих периодов	640	73820
Резервы предстоящих расходов	650	0
Прочие краткосрочные обязательства	660	0
Итого по разделу V	690	5576975
<b>БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)</b>	<b>700</b>	<b>16379244</b>



Известно, что ОАО «ХХ» завершило составление бизнес-плана инновационного проекта, способного реально повысить годовую прибыль до 5 млрд руб. Предполагается, что рыночная стоимость чистых материальных активов предприятия составит 20 млрд руб., коэффициент съема прибыли с чистых материальных активов в отрасли равен 0,15. Коэффициент капитализации, учитывающий риски бизнеса, равен 0,25.

Рассчитать вероятное повышение рыночной стоимости предприятия, которое может произойти в результате реализации инновационного проекта.

### **Задача 3**

Оценить рыночную стоимость финансовых активов предприятия, состоящих из трех пакетов акций других предприятий и имеющих следующие характеристики.

1. 52% — пакет акций закрытого акционерного общества. Рыночная стоимость компании, определенная методом рынка капитала, составляет 45 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно характерных для данной отрасли скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 28%;
- премия за приобретаемый контроль — 40%;
- скидка за недостаток ликвидности — 25%;
- скидка по размещению акций на рынке — 10%.

2. 21% — пакет акций компании с ликвидными акциями. Рыночная стоимость одной обыкновенной акции 102 руб., количество акций в обращении — 100 тыс. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 25%;
- премия за приобретаемый контроль — 35%;
- скидка за недостаток ликвидности — 26%;
- скидка по размещению акций на рынке — 15%.

3. 4% — пакет акций ОАО, чьи акции регулярно котируются на бирже, но еще недостаточно ликвидны. Рыночная стоимость компании, определенная методом накопления активов, равна 70 млн руб. Рекомендуемая для использования при необходимости информация относительно скидок (премий), которые могут быть учтены при оценке рассматриваемого пакета акций:

- скидка за недостаток контроля — 28%;
- премия за приобретаемый контроль — 38%;
- скидка за недостаток ликвидности — 31%;
- скидка по размещению акций на рынке — 13%.

### **Задача 4**

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если известно, что:

- рыночная стоимость одной акции компании-аналога равна 14 руб.;
- общее количество акций компании-аналога, указанное в ее опубликованном финансовом отчете, составляет 100 тыс. акций; из них 10 тыс. выкуплено компанией и 5 тыс. ранее выпущенных акций приобретено, но еще не оплачено;
- доли заемного капитала оцениваемой компании и компании-аналога в балансовой стоимости их совокупного капитала сопоставимы;
- средняя ставка процента по кредитам, используемым оцениваемой компанией, такая же, как и у компании-аналога;
- компании находятся в одном регионе и пользуются одинаковыми налоговыми льготами;
- объявленная прибыль компании-аналога до процентов и налогов равна 0,5 млн руб., процентные платежи компании в отчетном периоде составили 150 тыс. руб., уплаченный налог на прибыль — 110 тыс. руб.;
- прибыль оцениваемой компании до процентов и налогов равна 0,7 млн руб., процентные платежи — 170 тыс. руб., уплаченные налоги на прибыль — 175 тыс. руб.

### **Задача 5**

В бизнес-плане предприятия, создаваемого для освоения нового продукта, значится, что через год ожидаемая балансовая прибыль предприятия (за вычетом налога с имущества и других обязательных платежей и сборов) составит 20 млн руб., а ожидаемая балансовая стоимость активов составит 110 млн руб. Здесь же указано, что предприятие через год будет иметь непогашенные долги на сумму 15 млн руб., и за год из необлагаемой налогом части прибыли выплатит проценты по кредитам на сумму 2,0 млн руб. Ставка налога на прибыль равна 24%. По компании-аналогу известно, что мультипликатор «Цена/Прибыль после налогообложения» равен 8,3, мультипликатор «Цена/Балансовая стоимость активов» составил 2,3.

Как должен оценить инвестор будущую рыночную стоимость создаваемого предприятия через год, если он доверяет статистике по мультипликатору «Цена/Прибыль» на 85%, а по мультипликатору «Цена/Балансовая стоимость активов» — на 15%.

### **Задача 6**

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью 800 тыс. руб., которые можно сдать в аренду. Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска этих видов продукции, составляет 510 тыс. руб.

Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции и аренды временно избыточных активов прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 400, через два года — 340, через три года — 100, через четыре года — 60;
- продукция Б — через год — 60, через два года — 300, через три года — 1500, через четыре года — 1660, через пять лет — 280;
- продукция В — через год — 190, через два года — 50;
- поступления от аренды временно избыточных активов через год — 140.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 25%, три года — 20%, четыре года — 18%, пять лет — 15%.

Необходимо, без учета рисков бизнеса, определить рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года и на пять лет продолжения его работы.

### **Задача 7**

Определить норму дохода для инвестиций отечественного инвестора в покупку акций закрытой компании «Сигма» с численностью занятых 87 чел., если известно, что:

- доходность отечественных государственных облигаций в реальном выражении равна 4%;
- отечественный индекс инфляции — 13%;
- среднерыночная доходность на отечественном фондовом рынке — 29%;
- доходность государственных облигаций в США — 6%;
- дополнительная премия за страновой риск — 8%;
- дополнительная премия за закрытость компании и за инвестиции в малый бизнес — на уровне принятых международных премий;
- текущая реальная доходность с инвестированного в рассматриваемую компанию капитала за прошлые три года в среднем колебалась относительно своей средней величины на 10%;
- текущая реальная среднерыночная доходность на фондовом рынке в эти годы колебалась относительно своей средней величины на 15%.

### Задача 8

По данным бухгалтерского баланса определите стоимость имущественного комплекса ОАО «XXX», используя метод стоимости чистых активов.

Бухгалтерский баланс ОАО «XXX» (тыс. руб.)

Показатели	Код строки	На конец отчетного периода
<b>АКТИВ</b>		
<b>I. ВНЕОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
Нематериальные активы	110	31846
Основные средства	120	6500275
Незавершенное строительство	130	2668262
Доходные вложения в материальные ценности	135	0
Долгосрочные финансовые вложения	140	884706
Прочие внеоборотные активы	150	0
Итого по разделу I	190	10085089
<b>II. ОБОРОТНЫЕ АКТИВЫ</b>		
Запасы	210	464909
Налог на добавленную стоимость по приобретенным ценностям	220	333002
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев после отчетной даты)	230	0
Дебиторская задолженность (платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев после отчетной даты)	240	4558516
В том числе задолженность участников (учредителей) по взносам в уставный капитал	244	100
Краткосрочные финансовые вложения	250	54189
В том числе собственные акции, выкупленные у акционеров	252	100
Денежные средства	260	16165
Прочие оборотные активы	270	47
Итого по разделу II	290	5427028
БАЛАНС (сумма строк 190 + 290)	300	15512117
<b>ПАССИВ</b>		
<b>III. КАПИТАЛ И РЕЗЕРВЫ</b>		
Уставный капитал	410	765033
Добавочный капитал	420	8183727
Резервный капитал	430	0
Фонд социальной сферы	440	48250
Целевые финансирования и поступления	450	0
Нераспределенная прибыль прошлых лет	460	1705170
Нераспределенная прибыль отчетного года	470	0
Итого по разделу III	490	10702180
<b>IV. ДОЛГОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		
Займы и кредиты	510	1300
Прочие долгосрочные обязательства	520	200
Итого по разделу IV	590	1500
<b>V. КРАТКОСРОЧНЫЕ ОБЯЗАТЕЛЬСТВА</b>		
Займы и кредиты	610	88087
Кредиторская задолженность	620	4570895
Задолженность участникам (учредителям) по выплате доходов	630	93088
Доходы будущих периодов	640	56367
Резервы предстоящих расходов	650	0
Прочие краткосрочные обязательства	660	0
Итого по разделу V	690	4808437
БАЛАНС (сумма строк 490 + 590 + 690)	700	15512117

Известно, что ОАО «XXX» завершило составление глубоко проработанного бизнес-плана инновационного проекта, способного реально повысить годовую прибыль до 4 млрд руб. Предполагается, что рыночная стоимость чистых материальных активов предприятия составит 18 млрд руб., коэффициент съема прибыли с чистых материальных активов в отрасли равен 0,15. Коэффициент капитализации, учитывающий риски бизнеса, равен 0,20.

Рассчитать вероятное повышение рыночной стоимости предприятия, которое может произойти в результате реализации инновационного проекта.

### **Задача 9**

Предприятие выпускает 3 вида продукции: А, Б, В. Предприятие имеет временно избыточные активы стоимостью 700 тыс. руб., которые можно сдать в аренду. Рыночная стоимость имущества, которое не нужно для выпуска этих видов продукции, составляет 470 тыс. руб.

Ожидаемые (чистые) доходы от продаж продукции и аренды временно избыточных активов прогнозируются на уровне (тыс. руб.):

- продукция А — через год — 250, через два года — 135, через три года — 55, через четыре года — 40;
- продукция Б — через год — 37, через два года — 129, через три года — 630, через четыре года — 920, через пять лет — 230;
- продукция В — через год — 100, через два года — 180, через три года — 260;
- поступления от аренды временно избыточных активов через год — 77.

Прогнозируются следующие средние ожидаемые (в год) доходности государственных облигаций с погашением через: два года — 28%, три года — 23%, четыре года — 19%, пять лет — 15%.

Необходимо, без учета рисков бизнеса, определить рыночную стоимость предприятия как действующего в расчете на три года и на пять лет продолжения его работы.

### **Задача 10**

Оценить рыночную стоимость закрытой компании, если известно, что:

- рыночная стоимость одной акции компании-аналога равна 220 руб.;
- общее количество акций компании-аналога, указанное в ее опубликованном финансовом отчете, составляет 300000 акций; из них 80000 выкуплено компанией и 30000 ранее выпущенных акций приобретено, но еще не оплачено;
- доли заемного капитала оцениваемой компании и компании-аналога в балансовой стоимости их совокупного капитала одинаковы, а общие абсолютные размеры их задолженности составляют соответственно 7 и 18 млн руб.;
- средняя ставка процента по кредитам у оцениваемой компании такая же, как и у компании-аналога;
- объявленная прибыль компании-аналога до процентов и налогов равна 2,5 млн руб., процентные платежи компании в отчетном периоде составили 150 тыс. руб., уплаченные налоги на прибыль — 575 тыс. руб.;
- прибыль оцениваемой компании до процентов и налогов равна 1,7 млн руб., процентные платежи — 230 тыс. руб., уплаченные налоги на прибыль — 560 тыс. руб.

## ПРАВИЛА УСТАНОВЛЕНИЯ БАЛЛОВОЙ ОЦЕНКИ ВЫПОЛНЕНИЯ КОНТРОЛЬНОЙ РАБОТЫ

Каждый элемент задания контрольной работы оценивается по балловой шкале. Вся выполненная контрольная работа оценивается в балловом эквиваленте. Максимальное количество баллов за все элементы заданий составляет 100.

Сумма набранных баллов на заключительном этапе переводится в шкалу «зачтено» или «не зачтено» по приведенной ниже таблице:

Оценочная шкала	Не зачтено	Зачтено
Необходимое количество баллов по 100-балльной шкале	0–70	Свыше 70

Балльная шкала оценки заданий контрольной работы:

Задания	Баллы
Задание 1. Теоретический вопрос	60
Задание 2. Практическая (ситуационная) задача	40

Шкала распределение баллов для оценки ответа на вопросы теоретического задания:

Задание	Балловая оценка элементов задания				
	Раскрытие базового определения (понятия, термина)	Раскрытие классификации, сроков, понятия, термина, определения	Логичность и обоснованность ответа на теоретический вопрос	Самостоятельность изложения позиции студента	Общее возможное количество баллов по вопросу
Количество баллов	От 0 до 15	От 0 до 15	От 0 до 15	От 0 до 15	От 0 до 60

Шкала распределение баллов для оценки ответа на вопросы ситуационного (практического) задания:

Задание	Балловая оценка элементов задания				
	Теоретическая обоснованность итогового ответа	Стиль ответа (логичность выводов)	Обоснованность механизма решения задачи	Самостоятельность изложения позиции студента	Общее возможное количество баллов по вопросу
Количество баллов	От 0 до 10	От 0 до 10	От 0 до 10	От 0 до 10	От 0 до 40



## СОДЕРЖАНИЕ

Методические рекомендации по изучению учебной дисциплины ..... 3

### РАБОЧАЯ ПРОГРАММА УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ «ОЦЕНКА БИЗНЕСА»

Раздел 1. Организационно-методический ..... 6

Раздел 2. Содержание дисциплины ..... 7

Раздел 3. Учебно-методическое обеспечение дисциплины ..... 9

### ТЕКСТЫ ЛЕКЦИЙ УЧЕБНОЙ ДИСЦИПЛИНЫ «ОЦЕНКА БИЗНЕСА»

#### Раздел I. МЕТОДИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

Тема 1. Концепция оценки стоимости бизнеса (предприятия) ..... 16

Тема 2. Технология оценки стоимости бизнеса (предприятия) ..... 28

#### Раздел II. ПОДХОДЫ И МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА (ПРЕДПРИЯТИЯ)

Тема 3. Доходный подход к оценке бизнеса ..... 40

Тема 4. Рыночный подход к оценке бизнеса ..... 51

Тема 5. Имущественный подход к оценке бизнеса ..... 57

Тема 6. Оценка пакета акций (доли) предприятия ..... 64

#### Раздел III. УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОМПАНИИ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

Тема 7. Концепция управления стоимостью компании и современные методы оценки ..... 71

Тема 8. Оценка инвестиционных проектов предприятия ..... 79

Тема 9. Оценка проектов реструктуризации предприятия ..... 86

Практикум по решению задач (практических ситуаций) ..... 95

Словарь терминов ..... 101

Материалы для тестовой системы ..... 109

Методические указания для выполнения контрольных работ ..... 120

---

---

Новикова Ирина Яковлевна

### ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Учебно-методический комплекс  
по специальности 080105 «Финансы и кредит»

Корректор *Г.А.Есева*

Подписано в печать 07.07.2008. Печать офсетная. Бумага офсетная.  
Формат 60x84/8. Усл. п. л. 16. Доп. тираж 100 экз.

Новосибирский государственный университет экономики и управления  
630099, Новосибирск, ул. Каменская, 56, НГУЭУ