

Уважаемые студенты гр. ЭК(эпио)с-18

При освоении курса в удаленном формате для общения со мной, мы создали беседу «В Контакте» Моя страница <https://vk.com/id229409486>

В данном файле представлены лекции – 5 тем (4 лекции).

Освоение материала контролирую вопросами, которые расположены после каждой темы. Конспект по всем вопросам в едином файле размещаете в личном кабинете. (Написать, сфотографировать, собрать в один файл). Файл должен называться – «Оценка и управление стоимостью. Контрольные вопросы».

Для практических занятий представлены задачи.

Экзамен будет происходить в тестовой форме on-line по расписанию 21.10 в 13.00.

Для допуска к экзамену нужно разместить в личный кабинет и получить зачет или оценку по:

1. Курсовая работа
2. «Оценка и управление стоимостью. Контрольные вопросы».
3. «Оценка и управление стоимостью. Практическая работа».

В.К. ФЕДОТОВА

Оценка и управления стоимостью предприятия

лекции

Чита
Забайкальский государственный университет
2020

Оглавление

1. Теоретические основы оценки стоимости бизнеса	4
1.1. Основные понятия оценки бизнеса.....	4
1.2. Бизнес, предприятие, фирма, капитал	7
как объекты собственности и оценки	7
1.3. Цели оценки, виды стоимости и принципы оценки.....	9
1.4. Основные этапы оценки стоимости предприятия.....	18
2. Основные понятия, используемые в оценке бизнеса	24
2.1. Понятие «Стоимость», «цена», «затраты»	24
2.2. Определение и расчет денежного потока.....	26
2.3. Риски в оценке бизнеса	28
2.4. Определение ставки дисконта	31
2.5. Безрисковая ставка доходности	35
3. Сбор и анализ информации.....	38
3.1. Подготовка информации, необходимой для оценки.....	38
3.2. Внешняя информация	40
3.3. Внутренняя информация.....	41
3.4. Подготовка финансовой документации в процессе оценке	43
4. Подходы к оценке предприятия (бизнеса)	50
4.1 Доходный подход в оценке бизнеса	52
4.1.1. Метод дисконтирования денежных потоков.....	53
4.1.2. Метод капитализации нормализованной прибыли.....	62
4.2. Сравнительный подход к оценке бизнеса	65
4.2.1. Общая характеристика сравнительного подхода.....	65
4.2.2. Метод сделок и метод рынка капитала.....	69
4.3 Затратный подход к оценке бизнеса	79
4.3.1. Метод чистых активов	80
4.3.2. Метод ликвидационной стоимости	81
4.4. Согласование результатов оценки	83
5. Управление стоимостью предприятия (бизнеса).....	92
5.1. Основы управления стоимостью компании.....	92
5.2. Концепции управления стоимостью предприятия (бизнеса)..	95
5.3. Методы управления стоимостью	98
5.4. Система управления стоимостью	109
Глоссарий.....	116

1. Теоретические основы оценки стоимости бизнеса

1.1. Основные понятия оценки бизнеса

В основе рыночной цены сделки, являющейся результатом согласования цены продавца и цены покупателя, лежит внутренняя величина — стоимость, которая будучи количественно определенной в условиях конкретного рынка, представляет собой так называемую рыночную стоимость. Именно эту величину определяет эксперт-оценщик.

«Под оценочной деятельностью понимается профессиональная деятельность субъектов оценочной деятельности, направленная на установление в отношении объектов оценки рыночной, кадастровой, ликвидационной, инвестиционной или иной предусмотренной федеральными стандартами оценки стоимости» (ст.3 ФЗ №135).

Определяя стоимость объекта оценки, оценщики используют информацию, представленную заказчиком, также полученную из внешних источников, в том числе касающуюся состояния рынка в целом, и того сегмента, на котором «торгуется» оцениваемый объект.

На основе полученной информации рассчитывается величина, отражающая в денежном эквиваленте затраты на создание объекта, генерируемый им доход, риски, сопровождающие получение этого дохода и другие факторы. Полученная величина может совпадать с будущей ценой сделки, а может и отличаться от нее.

Более того, выполняя заказ покупателя и заказ продавца на оценку одного и того же объекта, оценщик скорее всего получит различные величины в силу отличия информационной базы и ожиданий заказчиков. Однако указанное расхождение не должно получиться существенным.

Следовательно, величина, определяемая оценщиком,— это и не рыночная цена, и не стоимость как свойство товара. Она занимает промежуточное положение между ними, органично соединяя специфические характеристики оцениваемого объекта и существующие на момент оценки общерыночные параметры, выражая первое через второе. Поэтому любая стоимостная оценка «привязана» к конкретной дате.

Более развернутое определение оценочной деятельности, позволяющие понять ее сущность и специфику звучит следующим образом:

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

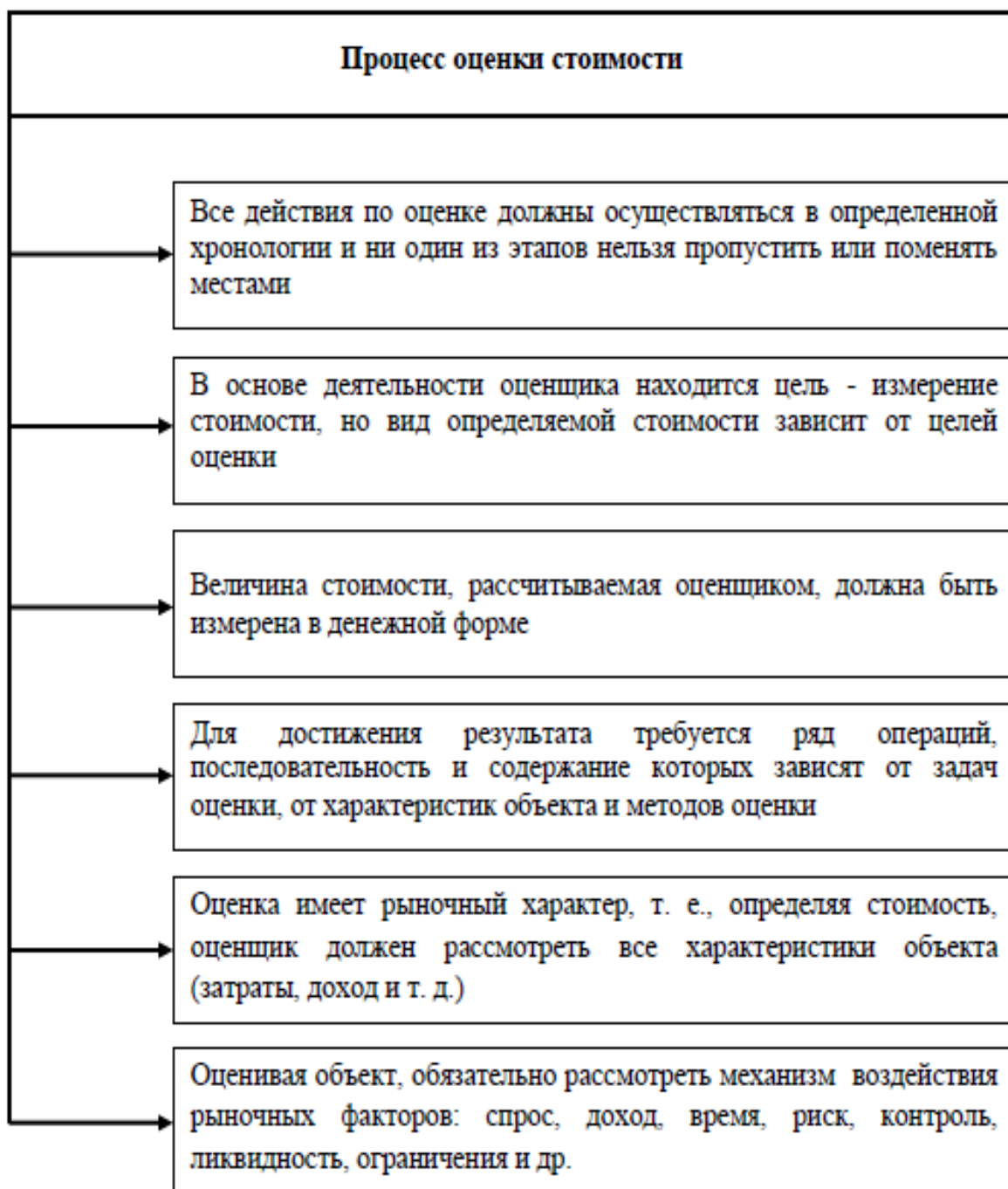


Рис.1. Процесс оценки стоимости

Вместе с тем, действующим законом об оценочной деятельности, регулируются взаимоотношения только между непосредственными участниками процесса оценки — тем, кто оценивает и тем, кто заказывает оценку.

Требования, предъявляемые к оценщикам, отображены в ст.4 ФЗ №135, к ним относятся физические лица, являющиеся членами одной из саморегулируемых организаций оценщиков и застраховавшие свою ответственность в соответствии с требованиями ФЗ №135.

Оценщик может осуществлять оценочную деятельность самостоятельно, занимаясь частной практикой, а также на основании трудового договора между оценщиком и юридическим лицом, по направлениям, указанным в квалификационном аттестате. (часть третья введена Федеральным законом от 02.06.2016 N 172-ФЗ).

Что касается потребителей оценки, то ими не обязательно являются заказчики. Потребителем оценки, может быть любой участник оценочной деятельности, в том числе и органы власти (выступающие в роли собственника государственного или муниципального имущества).

В соответствии с законом в договоре об оценке заказчиком, равно как оценщиком могут являться как физические, так и юридические лица. Отношения между этими двумя сторонами оформляются в договоре об оценке (статья 9).

1.2. Бизнес, предприятие, фирма, капитал как объекты собственности и оценки

Субъект собственности – это экономически обособленное юридическое или физическое лицо, обладающее конкретным объектом (капиталом, землей) и соответствующими экономическими интересами. В современных условиях любой объект собственности может являться источником дохода и объектом рыночной сделки, в том числе таким объектом являются и права собственника. Особый интерес при этом представляет бизнес как процесс получения дохода. Собственность и капитал формируются и используются в рамках определенных

организационных структур – предприятий, организаций, фирм, а также в сфере определенного бизнеса. Поэтому их рыночную оценку производят применительно к конкретной форме существования.

Бизнес – это конкретная деятельность, организованная в рамках определенной структуры основная цель и конечный результат деятельности, которого является получение прибыли. Предприятие, стремясь занять свою собственную рыночную нишу, выделиться из среды подобных, закрепить свои специфические особенности, создает и регистрирует свои отличия в виде фирменного названия и атрибутов. Фирма – это вывеска, знак, имя конкретного предприятия, являющегося в данной сфере экономико-организационной формой бизнеса, имеющей в своей основе капитал.

Предприятие - производственно-экономический и имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности. Предприятие является объектом гражданских прав и рассматривается как имущественный комплекс, используемый для осуществления предпринимательской деятельности (ст. 132 Гражданского кодекса РФ).

При осуществлении оценочной деятельности предприятие рассматривается как единое целое, в состав которого входят все виды имущества и права на него.

Владелец бизнеса имеет право продать его, заложить, застраховать, завещать. Таким образом, бизнес становится объектом сделки, товаром со всеми присущими ему свойствами.

Бизнес, предприятие и фирма обладают всеми признаками товара и могут быть объектом купли-продажи. Но это товары особого рода. И особенности эти определяют принципы, модели, подходы и методы оценки.

1. Бизнес - это товар инвестиционный, т.е. товар, вложения в который осуществляются с целью отдачи в будущем. Затраты и доходы разъединены во времени. Причем размер ожидаемой прибыли неизвестен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи.

2. Бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельно ее подсистемы и даже элементы. В этом случае элементы бизнеса становятся объектом сделки.

3. Потребность в бизнесе зависит от процессов, которые происходят как внутри самого товара, так и во внешней среде. Причем, с одной стороны, нестабильность в обществе приводит бизнес к неустойчивости, с другой стороны, его неустойчивость ведет к дальнейшему нарастанию нестабильности и в самом обществе. Из этого вытекает еще одна особенность бизнеса как товара – потребность в регулировании купли-продажи.

4. Учитывая особое значение устойчивости бизнеса для стабильности в обществе, необходимо участие государства не только в регулировании механизма купли-продажи бизнеса, но и в формировании рыночных цен на бизнес, в его оценке.

1.3. Цели оценки, виды стоимости и принципы оценки

Обоснованность и достоверность оценки стоимости имущественного комплекса во многом зависят от того, насколько правильно определена область использования оценки: купля-продажа, получение кредита, страхование, налогообложение и т. д.

При этом один и тот же объект, оцененный в один и тот же момент, будет обладать разной стоимостью в зависимости от целей его

оценки, поскольку стоимость будет определяться разными методами и со стороны различных субъектов. Оценку бизнеса проводят для повышения эффективности текущего управления предприятием, а также в следующих целях, которые указаны в таблице 1.1.

Таблица 1.1

Цели проведения оценки бизнеса

Цель	Пояснение
1.Определение стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке.	Для принятия обоснованного инвестиционного решения необходимо оценить собственность предприятия и долю этой собственности, приходящуюся на приобретаемый пакет акций, а также возможные будущие доходы от бизнеса.
2.Определение стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям.	Часто бывает необходимо оценить предприятие для подписания договора, устанавливающего доли совладельцев в случае расторжения договора или смерти одного из партнеров.
3.Реструктуризация предприятия	Проведение рыночной оценки предполагается в случае ликвидации предприятия, слияния, поглощения либо выделения самостоятельных предприятий из состава холдинга;
4.Разработка плана развития предприятия	В процессе стратегического планирования важно оценить будущие доходы фирмы, степень ее устойчивости и ценность имиджа; определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании.
5. Страхование	В процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь; налогообложения
6.Принятие обоснованных управленческих решений	Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому необходима периодическая переоценка имущества предприятия независимыми оценщиками.
7.Осуществление инвестиционного проекта развития бизнеса	В этом случае для его обоснования необходимо знать исходную стоимость предприятия в целом, его собственного капитала, активов, бизнеса.

Примерная классификация целей оценки бизнеса представлена в таблице 1.2.

Оценочная деятельность состоит в получении представления о стоимости объекта оценки или о величине доли собственника на конкретный момент времени.

Бизнес в зависимости от целей оценки и обстоятельств может оцениваться по-разному. Поэтому для проведения оценки требуется точное определение стоимости.

ФЗ №135 и ФСО №2 выделяет следующие виды стоимости:

Рыночная стоимость объекта оценки - 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, то есть когда:

Таблица 1.2

Примерная классификация целей оценки бизнеса со стороны различных субъектов

Субъект оценки	Цели оценки
Предприятие как юридическое лицо	Обеспечение экономической безопасности. Разработка планов развития предприятия. Выпуск акций. Оценка эффективности менеджмента.
Собственник	1. Выбор варианта распоряжения собственностью. 2. Составление объединительных и разделительных балансов при реструктуризации. 3. Обоснование цены купли-продажи предприятия или его доли. 4. Установление размера выручки при упорядоченной ликвидации предприятия.
Кредитные учреждения	Проверка финансовой дееспособности заемщика Определение размера ссуды, выдаваемой под залог.
Страховые предприятия	1. Установление размера страхового взноса. 2. Определение суммы страховых выплат.
Фондовые биржи	1. Расчет конъюнктурных характеристик. 2. Проверка обоснованности котировок ценных бумаг.
Инвесторы	1. Проверка целесообразности инвестиционных вложений. 2. Определение допустимой цены покупки предприятия с

	целью включения его в инвестиционный проект.
Государственные органы	1. Подготовка предприятия к приватизации. 2. Определение облагаемой базы для различных видов налогов. 3. Установление выручки от принудительной ликвидации через процедуру банкротства. 4. Оценка для судебных целей.

— одна из сторон сделки не обязана отчуждать объект оценки, а другая сторона не обязана принимать исполнение;

— стороны сделки хорошо осведомлены о предмете сделки и действуют в своих интересах;

— объект оценки представлен на открытом рынке посредством публичной оферты, типичной для аналогичных объектов оценки;

— цена сделки представляет собой разумное вознаграждение за объект оценки и принуждения к совершению сделки в отношении сторон сделки с чьей-либо стороны не было;

— платеж за объект оценки выражен в денежной форме.

Кадастровая стоимость - стоимость, установленная в результате проведения государственной кадастровой оценки или в результате рассмотрения споров о результатах определения кадастровой стоимости либо определенная в случаях, предусмотренных законом об оценочной деятельности. Определение и требования к кадастровой стоимости дается в ФСО № 4.

Ликвидационная стоимость - расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции объекта оценки для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

Область применения ликвидационной стоимости закреплена в ФСО №12, который определяет требования к определению ликвидационной стоимости и условия ее применения. Федеральный стандарт оценки №12 применяется в следующих случаях:

- в ходе проведения процедур, применяемых в деле о банкротстве;
- в ходе исполнительного производства;
- при разработке и экспертизе программ реорганизации организаций;
- при финансировании реорганизации организаций;
- в случаях оценки имущества для целей залога с применением Федерального стандарта оценки «Оценка для целей залога (ФСО N 9)»;
- иных случаях отчуждения имущества за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

Инвестиционная стоимость - стоимость объекта оценки для конкретного лица или группы лиц при установленных данным лицом (лицами) инвестиционных целях использования объекта оценки. Определение инвестиционной стоимости регламентируется ФСО №13.

В отличие от рыночной стоимости, которая определяется мотивами поведения типичного покупателя и продавца, инвестиционная стоимость зависит от индивидуальных требований к инвестициям, предъявляемых конкретным инвестором.

Существует целый ряд причин, по которым инвестиционная оценка может отличаться от рыночной. Основными причинами, несомненно, могут быть различия в оценке будущей прибыльности;

различия в представлениях о степени риска; разная налоговая ситуация; сочетаемость с другими объектами, принадлежащими владельцу или контролируемым им.

Виды стоимости объекта оценки, отличные от рыночной стоимости представлены в таблице 1.3:

Таблица 1.3

Виды стоимости объекта оценки

Вид стоимости	Комментарии
1	2
1.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. Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования.
2.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. В данном случае воспроизводится тот же моральный износ объекта и те же недостатки в архитектурных решениях, которые имелись у оцениваемого объекта. Не учитывается при этом только физический износ.
3.Стоимость объекта оценки при существующем использовании	Стоимость объекта оценки, определяемая исходя из существующих условий и целей его использования.
5.Утилизационная стоимость объекта оценки	Стоимость объекта оценки, равная рыночной стоимости материалов, которые он в себя включает, с учетом затрат на утилизацию объекта оценки.
6. Внутренняя или фундаментальная стоимость предприятия	Представляет собой аналитическую оценку стоимости предприятия, основанную на глубоком анализе существующего финансового и технико-экономического состояния предприятия и предполагаемых внутренних возможностей его развития в будущем.
7. Эффективная стоимость	стоимость активов, равная большей из двух величин – потребительной стоимости активов для данного владельца и стоимости их реализации.

Теоретической основой процесса оценки является система оценочных принципов. Принципы оценки объектов оценки – свод

методических правил, на основании которых определяется степень воздействия различных факторов на стоимость объекта собственности.

Поскольку в процессе оценки объектов собственности взаимодействует три элемента (субъект, объект, рабочая среда), то в данной случае специалистами выделяются 3 группы принципов, которые представлены в таблице 1.4.

К конкретным объектам собственности могут быть применены сразу несколько принципов.

I Принципы, основанные на представлениях потенциального собственника (пользователя).

Таблица 1.4

Принципы в оценке стоимости бизнеса

Группа принципов	Принцип	Характеристика принципа
1. Основанный на представлениях собственника	а) принцип полезности	Чем больше предприятие способно удовлетворять потребность собственника, тем выше его стоимость. Чем больше полезность, тем выше его стоимость.
	б) принцип замещения	Максимальная стоимость предприятия определяется наименьшей ценой, по которой может быть приобретен другой объект с эквивалентной полезностью.
	в) принцип ожидания или предвидения	Заключается в определении текущей стоимости дохода или других выгод, которые могут быть получены в будущем от владения данным предприятием.
2. Связаны с эксплуатацией собственности:	а) принцип вклада	Включение любого дополнительного актива в систему предприятия экономически целесообразно, если получаемый прирост стоимости предприятия больше затрат на приобретение этого актива.

	б) принцип остаточной продуктивности	Остаточная продуктивность земельного участка определяется как чистый доход после того, как оплачены расходы на менеджмент, рабочую силу и эксплуатацию капитала.
	в) принцип предельной производительности	По мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая отдача имеет тенденцию увеличиваться быстрее темпа роста затрат, однако после достижения определенной точки общая отдача хотя и растет, однако уже замедляющимися темпами.
	г) принцип сбалансированности (пропорциональности)	Максимальный доход от предприятия можно получить при соблюдении оптимальных величин факторов производства. Одним из важных моментов действия данного принципа является соответствие размеров предприятия потребностям рынка.
3. Обусловлены действием рыночной среды.	а) принцип соответствия	Предприятие, не соответствующее требованиям рынка по оснащенности производства, технологии, уровню доходности и т.д., скорее всего, будет оценено ниже среднего.
	б) принцип регрессии и прогрессии	Регрессия имеет место, когда предприятие характеризуется излишними применительно к данным рыночным условиям улучшениями. Рыночная цена такого предприятия, вероятно, не будет отражать его реальную стоимость и будет ниже реальных затрат на его формирование. Прогрессия имеет место, когда в результате функционирования соседних объектов, например объектов, обеспечивающих улучшенную инфраструктуру, рыночная цена данного предприятия скорее всего окажется выше его стоимости.
	в) принцип конкуренции	Если ожидается обострение конкурентной борьбы, то при прогнозировании будущих прибылей данный фактор можно учесть либо за счет прямого уменьшения потока доходов, либо путем увеличения фактора риска, что опять же снизит текущую

		стоимость будущих доходов.
	г) принцип зависимости от внешней среды	Изменение политических, экономических и социальных сил влияет на конъюнктуру рынка и уровень цен. Стоимость предприятия изменяется. Следовательно, оценка стоимости предприятия должна проводиться на определенную дату.
	д) принцип экономического разделения	Имущественные права следует разделить и соединить таким образом, чтобы увеличить общую стоимость объекта.
	е) принцип наилучшего и наиболее эффективного использования.	Данный принцип применяется, если оценка проводится в целях реструктурирования. Если ее целью является определение стоимости действующего предприятия без учета возможных изменений, то данный принцип не применяется.

II Принципы связанные с процессом эксплуатации собственности (земля, здания, сооружения).

III Принципы, обусловленные действием рыночной среды.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования - синтез всех трех групп принципов. Наилучшим и наиболее эффективным использованием (ННЭИ) называется вариант, который:

- отвечает всем правовым требованиям и ограничениям;
- физически осуществим;
- экономически эффективен;
- максимально продуктивен.

То есть обеспечивает объекту оценки наивысшую текущую стоимость. ННЭИ чаще всего используют в оценке недвижимости для определения наилучшего варианта использования земельного участка или участка с постройками, используется также при определении

наилучшего варианта при реструктуризации в оценке бизнеса и других случаях.

1.4. Основные этапы оценки стоимости предприятия

Процесс оценки стоимости предприятия – это сложный трудоемкий процесс, состоящий из нескольких стадий и этапов. Весь процесс оценки предприятия можно разделить на следующие основные стадии:

1. Определение проблемы. Данная стадия оценки подразделяется на следующие этапы:

1.1 Идентификация предприятия. При идентификации предприятия указывается его полное и сокращенное название, организационно-правовая форма, место его регистрации, местоположение, отрасль производства, основные виды выпускаемой продукции и пр.

1.2 Выявление предмета оценки. Предмет оценки – это вид имущественных прав, который оценивается. При продаже предприятия важно то обстоятельство, как рассматривается эта сделка: как передача активов или как передача долевого участия (пакета акций) в предприятии. Если оценке подлежит долевое участие в предприятии, то в оценочном задании указывается оцениваемая процентная доля, структура остальных долей уставного капитала. При оценке пакета акций в задании указывается, какие акции оцениваются – обыкновенные или привилегированные; отмечается количество акций в обращении и количество акций, выкупленных самим предприятием. В описание оцениваемого долевого участия должны включаться все ограничения,

накладываемые на соответствующие акции (например, ограничения на их передачу). Эти ограничения, как правило, снижают их стоимость.

1.3 Определение даты оценки. Дата оценки – это момент времени, на который выполняется оценка. Стоимость предприятий во времени изменяется, причем эти изменения даже в короткие промежутки могут быть значительными. В связи с этим необходимо установить с самого начала дату оценки. Это может быть дата продажи предприятия, дата его осмотра, дата судебного разбирательства, связанная с разделением имущественного комплекса, и другие случаи.

1.4 Формулирование цели и функции оценки. Определение цели оценки – важный этап, от которого зависит выбор методики проведения оценки. Неправильно сформулированная цель влечет за собой использование неадекватной методики и, вследствие этого, ошибочный результат в оценке стоимости предприятия. Цель оценки определяет вид стоимости, которую требуется определить.

1.5 Определение вида стоимости. Виды стоимости подробно рассмотрены в п. 1.3 настоящего пособия.

1.6 Ознакомление заказчика с ограничительными условиями. На этой стадии оценки заказчик знакомится с основными ограничительными условиями процесса оценки стоимости предприятия, которые формулируются с целью защиты интересов заказчика и эксперта-оценщика.

2. Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку. Эта стадия оценки состоит из следующих этапов:

2.1. Предварительный осмотр предприятия и знакомство с его администрацией. Предварительный осмотр предприятия лучше провести с одним из опытных руководителей, который много лет проработал на данном предприятии, хорошо знает производство и его

людей. Это позволит при осмотре основных, вспомогательных и обслуживающих производств больше узнать о предыстории предприятия, выпускаемой продукции, техническом состоянии оборудования, квалификации работников и руководителей предприятия, психологическом климате в коллективе, перспективах развития предприятия и т.д.

2.3. Определение исходной информации и ее источников. На данном этапе определяются типы данных и их источники, необходимые для оценки:

— сведения о рынке, на котором функционирует оцениваемое предприятие;

— данные о других, аналогичных предприятиях;

— финансовые и технико-экономические показатели деятельности предприятия и перспективы его развития на ближайшее будущее;

— данные о социальных, политических, правовых, экономических и экологических факторах, влияющих на стоимость предприятия.

Более подробно об информационном обеспечении оценки рассмотрено во 2 главе данного пособия.

2.3. Определение состава группы экспертов-оценщиков.

2.4. Составление задания и календарного плана оценки

Задание на оценку, как правило, выполняет эксперт-оценщик. Отсутствие четкости в формулировке целей и функции оценки является основной причиной ошибок в оценке и конфликтных ситуаций в отношениях между заказчиком и оценщиком.

Задание на оценку включает:

1. Имя заказчика.

2. Имя эксперта-оценщика.
3. Определение предмета оценки.
4. Дату оценки.
5. Цель и функцию оценки.
6. Определение вида стоимости.
7. Краткое содержание отчета об оценке.
8. Календарный план.
9. Особые условия.

Приведенный выше состав задания на оценку имеет примерный характер. В каждом отдельном случае оценщик уточняет состав задания на оценку с учетом конкретных особенностей предмета и объекта оценки.

2.5. Подготовка и подписание договора на оценку. Процесс подготовки и подписания договора на оценку имеет особенности, обусловленные предметом и объектом оценки, возможностями заказчика и квалификацией эксперта-оценщика. Обязательные требования к договору приведены в Федеральном законе. N 135-ФЗ статья 10.

3. Сбор и анализ данных. Подробно об информационном обеспечении оценки бизнеса рассмотрено в главе 3 настоящего пособия.

4. Применение трех подходов к оценке стоимости предприятия. На данном этапе выбирается один или несколько подходов к оценке, применимых в конкретной ситуации. Отказ от использования какого-либо подхода необходимо обосновать. Традиционных подходов к оценке три:

1) сравнительный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на сравнении объекта оценки с

аналогичными объектами, в отношении которых имеется информация о ценах сделок с ними;

2) затратный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении затрат, необходимых для восстановления либо замещения объекта оценки с учетом его износа;

3) доходный подход — совокупность методов оценки стоимости объекта, основанных на определении ожидаемых доходов от объекта оценки.

Каждый подход позволяет подчеркнуть определенные характеристики объекта и подразумевает свои методы и условия. При оценке с позиции доходного подхода основным фактором, определяющим величину стоимости объекта, считается доход. Чем больше доход, приносимый объектом оценки, тем больше величина его рыночной стоимости при прочих равных условиях. При этом применяется оценочный принцип ожидания и учитываются продолжительность периода получения возможного дохода, степень и вид рисков, сопровождающих данный процесс. Сравнительный подход дает наиболее точные результаты, если существует активный рынок аналогичных объектов собственности.

Конкретные методы оценки в рамках каждого из этих подходов выбираются в соответствии с особенностями ситуации (экономические особенности оцениваемого объекта, цели оценки и др.). При выборе подхода учитывается, что подходы основываются на данных, собранных на одном и том же рынке, но каждый имеет дело с различными аспектами рынка. На идеальном рынке все три подхода должны привести к одной и той же величине стоимости, а на практике получаемые величины могут существенно различаться.

5. Согласование результатов, полученных с помощью различных подходов. На этапе происходит приведение результатов к итоговой оценке стоимости, т.е. обобщаются результаты, полученные в рамках каждого из подходов к оценке, и определяется итоговая величина стоимости объекта оценки. Итоговая величина стоимости объекта оценки должна быть выражена в рублях в виде единой величины, если в договоре об оценке не предусмотрено иное. см п.4.5 данного пособия.

6. Подготовка отчета и заключения об оценке. Итоговым документом, составленным по результатам определения стоимости объекта оценки независимо от вида определенной стоимости, является отчет об оценке объекта оценки.

Контрольные вопросы

1. Понятие оценки собственности, оценочной деятельности
2. Особенности бизнеса, как объекта оценки
3. Процедура оценки бизнеса
4. Виды стоимости в ФСО№2

2. Основные понятия, используемые в оценке бизнеса

2.1. Понятие «Стоимость», «цена», «затраты»

При оценке собственности важно знать и понимать разницу между ценой, оценочной стоимостью и затратами.

Понятия цены и затрат относятся к величине денежных средств, которую просят в уплату или в действительности платят за собственность и которая может быть больше или меньше, чем ее оценочная стоимость.

Стоимость (*value*) – деньги или денежный эквивалент, который покупатель готов обменять на какой-либо предмет или объект. Стоимость - это денежная мера того насколько гипотетический покупатель вероятно заплатит за оцениваемый объект.

Цена (*price*) – показатель, обозначающий конкретную денежную сумму, требуемую, предлагаемую или уплаченную за собственность (некий товар или услугу) в рамках конкретной сделки.

Таким образом, понятие цены соотносится с некоторой сделкой, временной и пространственной параметрами которой определены однозначно, цена служит атрибутом сделки, и, относясь к определенному моменту времени и месту. Цена, уплаченная за товары или услуги, может отклоняться от оцененной стоимости в зависимости от финансовых возможностей, мотивов или особых интересов конкретных покупателя и продавца.

Цена, как денежная сумма за объект в конкретной сделке, может существенно отличаться от стоимости, определенной во время оценки. Можно сказать, что стоимость - предварительная цена. Под влиянием объективных и субъективных факторов стоимость, как «наиболее

вероятная цена», может отклоняться в большую или меньшую стороны в зависимости от рыночной конъюнктуры.

Цены служат первичным информационным материалом, на базе которого проводится анализ и формируется суждение оценщика о стоимости. Цены недавних продаж объектов-аналогов (реально выявленных на рынке), будучи откорректированными на наличие разницы в их характеристиках с характеристиками оцениваемого объекта, служат основой для оценки стоимости (моделируют ее) в сравнительном подходе.

Цена и затраты. Цена, заплаченная покупателем за товар или услугу, становится для него частью затрат на приобретение. В оценке затраты классифицируются иначе, чем в бухгалтерской отчетности.

Затраты (*cost*) – представляют собой количественное выражение денежных средств, необходимых для создания (производства) или приобретения объекта оценки. Термин «*cost*» в переводе означает общие затраты, произведенные собственником для приобретения данного объекта в собственность. Затраты в оценке следует дифференцировать в зависимости от того, кто их производит, – производитель или приобретатель (инвестор, потребитель) объекта оценки, так как они при этом формируются по-разному для различных субъектов рыночных отношений.

Затраты для производителя – затраты на создание объекта; включают затраты на производство и реализацию продукции предприятия.

Затраты для потребителя/приобретателя/инвестора – при приобретении собственности к цене, уплаченной за единицу собственности при покупке, добавляются затраты на фрахт, налоги,

установку, обучение персонала и другие расходы, которые несет инвестор/покупатель.

Цена, заплаченная покупателем за товар или услугу, становится для него частью затрат на приобретение. По завершении процесса создания или акта купли-продажи затраты также становятся историческим фактом.

2.2. Определение и расчет денежного потока

Денежный поток (*cash flow*) - это «сальдо реальных денег» или просто «реальные деньги» предприятия. Данный показатель отражает движение денежных средств предприятия и, учитываемый на конец соответствующего финансового периода, отражает остаток средств на текущем (расчетном) банковском счете предприятия в совокупности с «кассой».

С точки зрения оценки бизнеса денежный поток можно охарактеризовать как «совокупность распределённых по отдельным интервалам рассматриваемого периода времени поступлений и выплат денежных средств, генерируемых финансово-хозяйственной деятельностью предприятия».

В бухгалтерских стандартах (ПБУ), денежные потоки отражаются по трем основным источникам их создания:

- 1) по операционной (или текущей, основной) деятельности;
- 2) по инвестиционной деятельности;
- 3) по финансовой деятельности.

Итоговая величина и есть «совокупный денежный поток». Такое выделение подчеркивает три принципиальных сферы создания и использования денежных средств компании:

- внутренние возможности генерирования денег по текущей деятельности;
- возможности поступлений и оттоков от изменения состава активов;
- потенциал использования внешних источников (займов и привлечения денег от текущих и потенциальных владельцев собственного капитала).

Существуют различные методики расчета денежного потока, в табл.2.2 и 2.3 показан расчёт денежного потока для собственного капитала и денежного потока для всего инвестированного капитала, используемые в оценке бизнеса.

Таблица 2.2

Модель денежного потока для собственного капитала

Действие	Показатель
	Чистая прибыль
Плюс	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) чистого оборотного капитала
Плюс (минус)	Продажа активов (капитальные вложения)
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности
ИТОГО	Денежный поток для собственного капитала

Согласно модели денежного потока для всего инвестированного капитала стоимость собственного капитала предприятия определяется как стоимость его операций за вычетом стоимости заемного капитала и привилегированных акций.

Таблица 2.3

Модель денежного потока для всего инвестированного капитала

Действие	Показатель
	Прибыль до уплаты процентов и налогов
Минус	Налог на прибыль
Плюс	Амортизационные отчисления
Плюс (минус)	Уменьшение (прирост) чистого оборотного капитала
Плюс (минус)	Продажа активов (капитальные вложения)
Плюс (минус)	Прирост (уменьшение) долгосрочной задолженности

ИТОГО	Денежный поток для всего инвестированного капитала
-------	--

2.3. Риски в оценке бизнеса

Более корректная и реальная оценка бизнеса требует учета неопределенности получения ожидаемых с бизнеса доходов. Такой учет может осуществляться двояко:

— либо сами ожидаемые с бизнеса доходы должны быть откорректированы на вероятность их получения в прогнозируемом размере – для этого используется так называемый метод сценариев;

— либо в ответ на ожидаемую нестабильность отдачи с вкладываемых в бизнес средств должна быть повышена норма дохода (минимально требуемая доходность), предъявляемая к среднему доходу с рубля, вкладываемому в рискованный бизнес, – это означает, что должна быть повышена применяемая для дисконтирования ожидаемых с бизнеса доходов ставка дисконта.

Общая идея учета рисков оцениваемого бизнеса посредством увеличения ставки дисконта, применяемой для дисконтирования ожидаемых с бизнеса доходов, заключается в следующем.

1. Если риски бизнеса понимать как меру нестабильности ожидаемых с бизнеса доходов, тогда риски бизнеса могут быть измерены колеблемостью доходов с бизнеса в отдельные годы его продолжения по сравнению со средней в год ожидаемой с бизнеса величиной дохода.

2. Все риски бизнеса могут быть разделены на две группы:

- систематические риски;
- несистематические риски.

Систематические риски – это внешние риски бизнеса (риски «системы», где работает бизнес), они присущи профильному продукту оцениваемого предприятия, который, в свою очередь, определяет отраслевую его принадлежность.

Коэффициент β — показатель систематического риска, отражающий амплитуду колебаний общей доходности акций конкретной компании по сравнению с общей доходностью фондового рынка в целом, он отражает изменчивость цен на акции отдельной компании по сравнению с изменениями в котировке всех акций, обращающихся на данном рынке.

Если $\beta > 1$, значит акции предприятия более чувствительны к систематическому риску, чем фондовый рынок в среднем и, следовательно, в это предприятие более рискованно вкладывать средства, чем в среднее предприятие, действующее на рынке.

Если $\beta < 1$, значит цена акций компании меньше зависит от общерыночных факторов, а следовательно, риск инвестирования меньше, чем риск, характерный в среднем для данного рынка.

Несистематический (диверсифицируемый) риск — вероятность того, что не удастся получить запланированный уровень доходности из-за особенностей, присущих конкретному предприятию, он определяется микроэкономическими факторами.

Несистематический риск может быть устранен за счет удачной диверсификации производства и продукции. Как правило, различают два типа несистематического риска: Предпринимательский (деловой) и финансовый.

Предпринимательские риски связаны с характером оцениваемого бизнеса: конкуренция в отрасли, ассортимент продукции, качество управления компанией, клиентура и др. Они зависят от двух факторов:

- колебаний объемов реализации;
- уровня постоянных операционных издержек.

Финансовый риск отражает вероятность возникновения сложностей, связанных с финансированием деятельности конкретного предприятия. Размер компании определяет степень доступности для нее внешних финансовых ресурсов: чем больше компания, тем, при прочих равных условиях, больше средств и на более выгодных условиях она может мобилизовать в случае необходимости. Это повышает маневренность в управлении финансами и устойчивость бизнеса.

Финансовый риск измеряется двумя способами:

- путем расчета величины финансового рычага;
- путем подсчета различных коэффициентов рычажности.

Метод сценариев. Как было отмечено в п.2.2 данного пособия, денежные потоки можно формировать как номинальные (учитывающие уровень инфляции), так и реальные (не учитывающие уровень инфляции), что обуславливает применение адекватной денежному потоку ставки дисконта и определяет особенность использования метода сценариев.

При работе с номинальными денежными потоками метод сценариев предполагает учет рисков бизнеса посредством корректировки на них самих прогнозируемых денежных потоков $ДП_t$, составляющих основу расчета остаточной текущей стоимости оцениваемого бизнеса. При дисконтировании номинальных денежных потоков в качестве ставки дисконта берется номинальная безрисковая ставка доходности. Риски бизнеса сказываются только на изменении величины планируемых будущих дисконтных потоков.

Все ожидаемые показатели, составляющие в формуле суммарную прогнозируемую величину денежного потока в будущем периоде ($ДП_t$),

должны корректироваться в будущем на вероятность проявления именно данного значения соответствующего показателя, что оценивается субъективно, экспертно, но на основе минимальных документированных данных маркетинговых и иных исследований.

Окончательные величины рассматриваемых показателей исчисляются как взвешенные на вероятности альтернативных их значений суммы этих значений.

Упрощенная модификация метода сценариев сокращает количество прорабатываемых сценариев до трех, то есть позволяет приближенно оценивать средний ожидаемый денежный поток, выделяя три сценария: пессимистический, оптимистический и наиболее вероятный.

В соответствии с правилом шести сигм математической статистики для определения скорректированных с учетом рисков бизнеса денежных потоков $ДП_t$ применяют формулу:

$$ДП_t = \frac{ДП_{пес} + 4ДП_{нв} + ДП_{опт}}{6}, \quad (4)$$

где $ДП_{пес}$ – денежный поток по пессимистическому сценарию;
 $ДП_{нв}$ – денежный поток по наиболее вероятному сценарию;
 $ДП_{опт}$ – денежный поток по оптимистическому сценарию.

Получаемое значение $ДП_t$ используют для расчета текущей (остаточной) стоимости бизнеса.

2.4. Определение ставки дисконта

С экономической точки зрения 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.

Технически, ставка дисконта – это процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости, являющуюся базой для определения рыночной стоимости бизнеса.

Ставка дисконта, или стоимость привлечения капитала, должна рассчитываться с учетом трех факторов:

— наличие у многих предприятий различных источников привлекаемого капитала, которые требуют разных уровней компенсации;

— необходимость учета для инвесторов стоимости денег во времени;

— фактор риска. Риск рассматривается как степень вероятности получения ожидаемых в будущем доходов.

Расчет ставки дисконта зависит от того, какой тип денежного потока используется для оценки в качестве базы. Для денежного потока для собственного капитала применяется ставка дисконта, равная требуемой собственником ставке отдачи на вложенный капитал; для денежного потока для всего инвестированного капитала применяется ставка дисконта, равная сумме взвешенных ставок отдачи на собственный капитал и заемные средства.

Модель средневзвешенной стоимости капитала (*Weighted Average Cost of Capital – WACC*)

Средневзвешенная стоимость капитала рассчитывается по следующей формуле:

$$WACC = k_d \times (1 - t_c) \times w_d + k_p w_p + k_s w_s, \quad (5)$$

где k_d – стоимость привлечения заемного капитала;
 t_c – ставка налога на прибыль предприятия;
 k_p – стоимость привлечения акционерного капитала (привилегированные акции);
 k_s – стоимость привлечения акционерного капитала (обыкновенные акции);
 w_d – доля заемного капитала в структуре капитала предприятия;
 w_p – доля привилегированных акций в структуре капитала предприятия;
 w_s – доля обыкновенных акций в структуре капитала предприятия.

Модель оценки капитальных активов (*Capital Asset Pricing Model*).

Модель оценки капитальных активов (САРМ) основывается на том факте, что инвесторы, вкладывающие свои средства в рисковые активы, ожидают некоторый дополнительный доход, превышающий безрисковую ставку, как компенсацию за риск владения этими активами. Модель оценки капитальных активов является краеугольным камнем современной теории рынка. Современная теория рынка капитала утверждает, что цены на инвестиционные активы определяются двумя переменными: риском и уровнем ожидаемого дохода. Модель оценки капитальных активов определяет необходимые (ожидаемые) ставки дохода для инвестиционных активов с различными уровнями риска.

В соответствии с моделью оценки капитальных активов ставка дисконта находится по формуле:

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C, \quad (6)$$

где R - требуемая инвестором ставка дохода (на собственный капитал);

R_f - безрисковая ставка дохода;

β - коэффициент бета (является мерой систематического риска, связанного с макроэкономическими и политическими процессами, происходящими в стране);

R_m - общая доходность рынка в целом (среднерыночного портфеля ценных бумаг);

S_1 - премия для малых предприятий;

S_2 - премия за риск, характерный для отдельной компании;

C - страновой риск.

Кумулятивный подход к оценке риска. Кумулятивный подход имеет определенное сходство с моделью оценки капитальных активов. И в том и в другом случае за базу расчета принимается безрисковая ставка дохода, к которой последовательно прибавляется дополнительный доход (премии), связанный с риском инвестирования в данное предприятие. Размер премии за риск, по оценкам экспертов устанавливается в пределах от 0 до 5%. Затем вносятся поправки (в сторону увеличения или уменьшения) на действие количественных и качественных факторов риска, связанных со спецификой данной компании. Таким образом, кумулятивная модель описывает зависимость между величиной ставки дохода и уровнем риска, связанного с теми или иными инвестициями.

Исходя из кумулятивного подхода к оценке рисков, сопровождающих инвестирование в определенную компанию, норма отдачи на капитал (ставка дисконта) рассчитывается следующим образом:

Безрисковая ставка дохода

+ премия за риск инвестирования в акции компаний-аналогов;

+ премия за масштаб компании;

+ премия за качество менеджмента;

+ премия за территориальную диверсификацию;

+ премия за диверсифицированность продукции;

+ премия за структуру капитала;

+ премия за диверсифицированность клиентуры;

- + премия за надежность (стабильность) получения дохода;
- + премия за прочие риски.

2.5. Безрисковая ставка доходности

При расчете ставки дисконтирования в процессе оценки используется ряд методик, большинство из которых, по сути, предусматривает корректировку безрисковой ставки доходности до величины, учитывающей рискованность вложений в тот или иной актив. Поэтому правильность выбора адекватного показателя в качестве безрисковой ставки значительно влияет на конечный результат производимых в процессе оценки расчетов.

Для принятия того или иного показателя в качестве безрисковой ставки доходности (R_f) необходимо определиться, какой актив возможно считать безрисковым. К подобным активам относят такие инструменты, которые удовлетворяют некоторым условиям:

- доходности по которым определены и известны заранее;
- вероятность потери средств в результате вложений в рассматриваемый актив минимальна;
- продолжительность периода обращения финансового инструмента совпадает или близка со "сроком жизни" оцениваемого предприятия.

Так как безрисковый актив имеет, по определению, известную доходность, то этот тип актива должен быть некоей ценной бумагой, обеспечивающей фиксированный доход и имеющей нулевую вероятность неуплаты. Но поскольку все корпоративные ценные бумаги имеют некоторую вероятность неуплаты, то безрисковый актив не может быть выпущен юридическим лицом (ни одна коммерческая

структура ни в условиях экономического подъема, ни тем более в условиях кризиса не способна гарантировать полное отсутствие риска по вложениям инвестора). Значит, безрисковым активом может быть лишь ценная бумага, выпущенная правительством. Таким образом, безрисковое вложение приносит, как правило, какой-то минимальный уровень дохода, достаточный для покрытия уровня инфляции в стране и риска, связанного с вложением в данную страну.

В качестве возможных безрисковых ставок в пределах РФ принято рассматривать следующие инструменты:

1. Депозиты Сбербанка РФ и других надежных российских банков.

2. Западные финансовые инструменты (государственные облигации развитых стран, LIBOR). Ставки LIBOR (*Libor Inter Bank Offered Rate* - ставка Лондонского межбанковского рынка по предоставлению кредитов) является краткосрочной (не более одного года) и обладает более высокими уровнями риска по сравнению с вложениями в государственные ценные бумаги. Среди государственных облигаций в оценочной практике наиболее целесообразно использовать 10-летние казначейские облигации США.

3. Ставки по межбанковским кредитам РФ. Всего на российском финансовом рынке рассчитывается ряд таких ставок, среди которых наиболее распространенными являются MIBID, MIBOR и MIACR.

Ставки по межбанковским кредитам	Описание
MIBID	<i>Moscow Inter Bank Bid</i> - объявленная ставка по привлечению кредитов
MIBOR	<i>Moscow Inter Bank Offered Rate</i> - объявленная ставка по предоставлению кредитов
MIACR	<i>Moscow Inter Bank Actual Credit Rate</i> - фактическая ставка по предоставлению кредитов

Рассмотренные ставки рассчитываются сроком от 1 дня до 1 года. Очевидно, что использование значений данных ставок для расчета безрисковой доходности не является целесообразным, прежде всего вследствие их краткосрочного характера. Кроме того, доходность, заложенная в межбанковских кредитах, учитывает риск их невозврата, что также обуславливает необходимость отказа от использования данного инструмента в процессе оценки.

4. Ставка рефинансирования ЦБ РФ. Ставка рефинансирования - процентная ставка, которую использует Центральный банк при предоставлении кредитов коммерческим банкам в порядке рефинансирования.

Ставка рефинансирования является инструментом денежно-кредитного регулирования, с помощью которого центральный банк воздействует на ставки межбанковского рынка, а также на ставки по кредитам и депозитам, которые предоставляют кредитные организации юридическим и физическим лицам.

5. Государственные облигации РФ. Государственные облигации РФ представлены рублевыми и валютными финансовыми инструментами.

Контрольные вопросы

1. Денежный поток для собственного капитала
2. Способы учета и виды рисков в оценке бизнеса
3. Метод кумулятивного построения ставки дисконта

3. Сбор и анализ информации

3.1. Подготовка информации, необходимой для оценки

Оценочная информация классифицируется по различным критериям. В зависимости от характеризующих условий выделяются внешняя и внутренняя информация.

Внешняя информация характеризует условия функционирования предприятия в регионе, отрасли, в стране. Внутренняя информация описывает само предприятие, дает отчет о его деятельности, организационной структуре, финансовых результатах.

В зависимости от размещения источника выделяется аутсайдерская и инсайдерская информация.

Аутсайдерская информация является публичной, доступной широкой публике, открытой, т.к. она печатается в средствах массовой информации или в сети интернет. Источник аутсайдерской информации расположен вне фирмы.

Инсайдерская информация, напротив, нигде не публикуется либо содержится во внутренних изданиях, о которых посторонние предприятию люди даже не подозревают, к инсайдерской относится также и конфиденциальная информация. Источник такой информации расположен внутри фирмы.

В зависимости от параметров бизнеса и показателей, характеризующих его состояние, информацию можно подразделить на общую и специфическую.

Общая информация включает в себя стандартные показатели, характеризующие деятельность любого предприятия, без учета его специфики. Специфическая или особенная информация, напротив,

отражает особенности оцениваемого бизнеса, обусловленные его отраслевой принадлежностью, месторасположением и т.п.

В зависимости от характеризующих аспектов бизнеса информация подразделяется на финансовую, правовую, управленческую, технико-технологическую, хозяйственно-экономическую.

Учитывая, что в любом предприятии заключено органическое единство имущественного комплекса и бизнеса, следует различать информацию, относящуюся к имуществу предприятия и информацию, содержащую характеристики предприятия как бизнеса.

В зависимости от доступности информация подразделяется на публичную и конфиденциальную.

Все перечисленные информационные блоки должны быть взаимосвязаны в пространстве и во времени и соответствовать определенным требованиям, предъявляемым к оценочной информации.

Основными требованиями являются:

- достоверность;
- точность;
- комплексность;
- полнота.

В соответствии с ФСО № 3 при составлении отчета об оценке в тексте должны присутствовать ссылки на источники информации либо копии материалов и распечаток, используемых в отчете, позволяющие делать выводы об источнике получения соответствующей информации и дате ее подготовки. Документы, предоставленные заказчиком (в том числе справки, таблицы, бухгалтерские балансы), должны быть подписаны уполномоченным на то лицом и заверены в установленном порядке, и к отчету прикладываются их копии. В случае, если в качестве информации, существенной для величины определяемой стоимости

объекта оценки, используется значение, определяемое экспертным мнением, в отчете об оценке должен быть проведен анализ данного значения на соответствие рыночным данным (при наличии рыночной информации).

3.2. Внешняя информация

Информационный блок внешней информации характеризует условия функционирования предприятия в отрасли и экономике в целом.

Объем и характер внешней информации различаются в зависимости от целей оценки. При составлении отчета необходимо показать, что собранная и изученная оценщиком информационная база является необходимой и достаточной для итогового заключения о стоимости предприятия. Информацию следует давать в оптимальном объеме и ориентированной на оцениваемый объект.

Макроэкономические показатели содержат информацию о том, как сказывается или скажется на деятельности предприятия изменение макроэкономической ситуации, и характеризуют инвестиционный климат в стране. В зависимости от целей оценки макроэкономический обзор может выделяться как отдельный раздел отчета об оценке или рассматриваться в общем контексте отчета.

К макроэкономической относится следующая информация:

- стадия экономического цикла;
- экономическая и политическая стабильность;
- социальные факторы: занятость и уровень жизни населения;
- процентные ставки и их динамика;
- налоговое законодательство и тенденции его изменения;

— риски.

Общие макроэкономические закономерности развития экономики оценщик должен учитывать при анализе конкретного предприятия и составлении прогнозов. Например, в периоды спада деловой активности снижается размер получаемой прибыли, увеличивается вероятность банкротства, снижается стоимость бизнеса.

Основные источники информации для оценки величины различных видов макроэкономического риска:

- программы правительства и прогнозы;
- периодическая экономическая печать.
- аналитические обзоры информационных агентств;
- данные Росстата, Забайкалкрайстата;
- законодательство Российской Федерации.

Таким образом, анализируя внешние условия функционирования фирмы (предприятия), оценщик ставит своей целью:

- описание инвестиционного климата в стране и отрасли на период, приближенный к дате оценки, и на прогнозируемый период;
- проведение внешних маркетинговых исследований, объясняющих условия сбыта продукции и динамики спроса на нее;
- определение на основе анализа внешней информации степени (величины) систематического и отраслевого рисков, которые учитываются при расчете ставок дисконта, рыночных мультипликаторов, коэффициента капитализации и определении итоговой величины стоимости предприятия.

3.3. Внутренняя информация

Внутренняя информация характеризует деятельность оцениваемого предприятия. Для того чтобы получить максимально

полную и точную информацию и понять особенности оцениваемого предприятия, данный информационный блок в отчете об оценке должен включать:

- ретроспективные данные об истории компании;
- описание маркетинговой стратегии предприятия;
- характеристику поставщиков;
- производственные мощности;
- рабочий и управленческий персонал;
- внутреннюю финансовую информацию за последние 3–5 лет;
- прочую информацию.

Основные источники информации:

- бизнес-план;
- интервью с собственником, руководителем предприятия, кредиторами, аудиторами, конкурентами ;
- данные отдела маркетинга;
- ретроспективная финансовая отчетность.

Цели работы оценщика по сбору внутренней информации:

- анализ истории компании с целью выявления будущих тенденций;
- сбор информации для прогнозирования объемов продаж, денежных потоков, прибыли;
- учет факторов несистематического риска, характерных для оцениваемого бизнеса;
- корректировка и анализ финансовой документации.

Главная цель раздела отчета об оценке, посвященного характеристике предприятия, - выявление его особенностей и их влияния на рыночную стоимость.

Основные вопросы, рассматриваемые в разделе:

- размер уставного капитала;
- сведения о владельцах пакетов акций;
- история предприятия; так как стоимость предприятия определяется возможностями извлечения в будущем выгоды от собственности, история представляет ценность, поскольку она может дать ориентир для ожиданий относительно бизнеса в будущем.
- организационно – правовая форма. Обязательно дается информация о состоянии управления на оцениваемом предприятии.

3.4. Подготовка финансовой документации в процессе оценке

Анализ финансового состояния объекта является предварительным этапом работ по оценке.

На основании финансового анализа фиксируется вывод о текущем финансовом положении объекта и рассматривается целесообразность использования доходных методов оценки.

Состав документов, запрашиваемых при проведении финансового анализа, устанавливается в соответствии с требованиями действующего законодательства в части перечня обязательной годовой отчетности. Так как данные официальной финансовой отчетности не всегда отражают объективную действительность, то дополнительно может быть запрошена аналитическая информация, позволяющая провести более детальный анализ и сформировать выводы, используемые при оценке стоимости.

Проведение работ по финансовому анализу.

Предварительным этапом работ при проведении финансового анализа является составление Агрегированных форм, которые должны содержать поправку на уровень инфляции, а также исключать нетипичные статьи доходов и расходов.

После составления агрегированных форм проводится горизонтальный и вертикальный анализ, рассчитываются следующие группы показателей:

- показатели ликвидности и платежеспособности;
- показатели финансовой устойчивости;
- показатели деловой активности;
- показатели рентабельности.

Анализ финансовых показателей может проводиться с различной степенью детализации в зависимости от целей и методов оценки. В общем виде осуществляется изучение источников средств предприятия, их размещения и эффективности использования. Примерный вариант аналитических показателей приведен в таблице 3.3. В зависимости от метода оценки предложенный перечень показателей может быть расширен.

При проведении более детального финансового анализа требуется проведение анализа по следующим блокам:

- организация;
- производство;
- финансы.

Проведение финансового анализа в рамках блока «организация» включает в себя фиксацию существующей организационной структуры и выявление дополнительных внутренних резервов в части ее оптимизации и формировании денежного потока в затратной части при

планировании в доходном подходе. Информация, полученная в данном блоке, используется в доходном подходе при формировании ставки дисконта методом кумулятивного построения. При этом, можно сделать определенный вывод о влиянии качества менеджмента оцениваемой компании на ее стоимость.

Таблица 3.3

Система аналитических показателей

Направление финансового анализа	Показатель
1 Оценка экономического потенциала предприятия 1.1 оценка имущественного положения	1 Величина основных средств и их доля в активах 2 Коэффициенты износа, обновления и выбытия основных средств 3 Общая сумма хозяйственных средств у предприятия
1.2 Оценка финансового положения	1 Величина собственного капитала и его доля в источниках средств 2 Коэффициент общей ликвидности 3 Доля собственных оборотных средств в оборотных активах и краткосрочных обязательствах 4 Доля долгосрочных обязательств в источниках средств 5 Коэффициент покрытия запасов
1.3 Наличие неблагоприятных статей в бухгалтерской отчетности	1 Убытки 2 Ссуды и займы не погашенные в срок 3 Просроченная дебиторская и кредиторская задолженности
2 Оценка результативности финансово – хозяйственной деятельности 2.1 Оценка прибыльности	1 Бухгалтерская прибыль 2 Рентабельность продаж 3 Рентабельность текущей деятельности
2.2 Оценка динамичности развития предприятия	1 Сравнительные темпы роста выручки от реализации, активов и прибыли 2 Оборачиваемость активов и собственного капитала 3 Продолжительность операционного и финансового циклов
2.3 Оценка эффективности использования экономического потенциала	1 Рентабельность совокупного капитала 2 Рентабельность собственного капитала

Проведение финансового анализа в рамках блока «производство» включает в себя проведение финансового анализа с точки зрения:

— анализа существующей производственной структуры (планируемая и фактическая загруженность). Полученная информация используется в доходном подходе в части прогнозирования выручки в методе дисконтирования денежных потоков;

— выделения избыточных основных фондов (полученная информация используется для осуществления корректировки в доходном подходе методом дисконтирования денежных потоков);

— осуществления анализа уровня изношенности основных фондов (полученная информация используется в доходном подходе при планировании капитальных вложений в денежном потоке);

— размера амортизационных отчислений (используется при расчете денежного потока методом дисконтирования денежного потока).

Проведение финансового анализа в рамках блока «финансы» включает в себя:

— фиксацию темпов роста доходов (может использоваться в доходном подходе в части прогнозирования выручки);

— определение доли переменных затрат в Себестоимости (используется в доходном подходе);

— определение уровня собственного оборотного капитала (требуется при расчете денежного потока в доходном подходе);

— фиксацию изменения долгосрочной задолженности (используется при расчете денежного потока в доходном подходе).

После проведения финансового анализа формулируются выводы о текущем состоянии объекта, определяются данные, используемые для проведения оценки. Кроме того, финансовый анализ позволяет определить:

— темпы роста выручки (для построения сценария развития);

- издержки (структура, резервы для оптимизации);
- оценить необходимый размер инвестиций;
- сделать вывод о проводимой амортизационной политике;
- определить требуемую величину собственного оборотного капитала (дефицит, излишки);
- зафиксировать нефункционирующие активы (соц. сфера, возможная реализация, консервация);
- определить величину задолженности.

Инфляционная корректировка отчетности в процессе оценки.

Для целей оценки финансовая отчетность должна быть скорректирована на инфляцию. Цель инфляционной корректировки - приведение ретроспективной информации за прошедшие периоды к сопоставимое виду.

Нормализация бухгалтерской отчетности в процессе оценки.

Нормализация отчетности проводится с целью определения доходов и расходов, характерных для нормально действующего бизнеса. Она необходима для того, чтобы оценочные заключения имели объективный характер, основывались на реальных показателях, характеризующих деятельность предприятия.

Отчетность, составленная в соответствии с общепринятыми принципами бухгалтерского учета, не должна отражать реальную рыночную стоимость имущества. Возможность использования разных методов учета операций, списания долгов приводит к неодинаковым значениям прибыли и денежных потоков. Рыночная стоимость части активов (например, стоимость нематериальных активов) может не учитываться при составлении баланса.

Нормализация отчетности в процессе оценки проводится всегда, объем применяемых корректировок в зависимости от целей оценки

меняется. Нормализующие корректировки финансовой документации проводятся по следующим направлениям:

- корректировка разовых, нетипичных и неоперационных доходов и расходов;
- корректировка метода учета операций (например, учет запасов) или метода начисления амортизации;
- корректировка данных бухгалтерской отчетности с целью определения рыночной стоимости активов.

Применение результатов финансового анализа в оценке стоимости предприятия. Результаты финансового состояния предприятия учитываются:

1. При выборе метода оценки:

- в случае «нормального» финансового состояния в затратном подходе выбирается метод чистых активов;
- если платежеспособность предприятия «не подлежит восстановлению», динамика финансовых показателей негативна, то обоснованным будет выбор внутри затратного подхода метода ликвидационной стоимости.
- если динамика финансовых показателей положительна, доходы стабильны в динамике — выбирается метод капитализации дохода;

2. При реализации сравнительного подхода результаты анализа финансового состояния объекта оценки и предприятий-аналогов позволят более корректно сравнивать информацию, обоснованно вносить корректировки в цены продаж предприятий-аналогов (их долей, пакетов акций, единичных акций) с учетом финансового состояния.

3. При расчете ставки дисконтирования кумулятивным методом, требуется знание, в том числе финансовой структуры, прогнозируемости доходов.

4. При согласовании результатов оценки в процессе определении доли каждого подхода в итоговой величине стоимости, указанной в отчете об оценке.

Контрольные вопросы

1. Внешняя информация для оценки бизнеса
2. Внутренняя информация для оценки бизнеса
3. Нормализация отчетности

4. Подходы к оценке предприятия (бизнеса)

Оценка бизнеса регламентируется ФЗ № 135 «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», Федеральными стандартами оценки:

№1 – «Общие понятия оценки, подходы и требования к проведению оценки»;

№8 – «Оценка бизнеса».

Подход к оценке - это совокупность методов оценки, объединенных общей методологией. Метод проведения оценки объекта оценки - это последовательность процедур, позволяющая на основе существенной для данного метода информации определить стоимость объекта оценки в рамках одного из подходов к оценке.

Основными подходами, используемыми при проведении оценки, являются сравнительный, доходный и затратный подходы (рис.2).

При выборе используемых при проведении оценки подходов следует учитывать не только возможность применения каждого из подходов, но и цели и задачи оценки, предполагаемое использование результатов оценки, допущения, полноту и достоверность исходной информации. На основе анализа указанных факторов обосновывается выбор подходов, используемых оценщиком.

Доходный подход - совокупность методов оценки, основанных на определении ожидаемых доходов от использования объекта оценки. Доходный подход рекомендуется применять, когда существует достоверная информация, позволяющая прогнозировать будущие доходы, которые объект оценки способен приносить, а также связанные с объектом оценки расходы.



Рис.2- Подходы к оценке стоимости

В рамках доходного подхода применяются методы, основанные на дисконтировании денежных потоков и капитализации дохода.

Сравнительный подход - совокупность методов оценки, основанных на получении стоимости объекта оценки путем сравнения оцениваемого объекта с объектами-аналогами. Сравнительный подход рекомендуется применять, когда доступна достоверная и достаточная для анализа информация о ценах и характеристиках объектов-аналогов. При этом могут применяться как цены совершенных сделок, так и цены предложений. В рамках сравнительного подхода применяются различные методы, основанные как на прямом сопоставлении оцениваемого объекта и объектов-аналогов, так и методы, основанные на анализе статистических данных и информации о рынке объекта оценки.

Затратный подход - совокупность методов оценки стоимости объекта оценки, основанных на определении затрат, необходимых для приобретения, воспроизводства либо замещения объекта оценки с учетом износа и устареваний.

Затратный подход преимущественно применяется в тех случаях, когда существует достоверная информация, позволяющая определить затраты на приобретение, воспроизводство либо замещение объекта оценки. В рамках затратного подхода применяются различные методы, основанные на определении затрат на создание точной копии объекта оценки или объекта, имеющего аналогичные полезные свойства.

4.1 Доходный подход в оценке бизнеса

Оценка бизнеса с позиции доходного подхода опирается на будущие доходы на протяжении срока его полезного использования. Методы доходного подхода базируются на следующих принципах,

как принцип полезности, ожидания, учета факторов производства, наилучшего и полного использования, вклада.

Достоинством методов доходного подхода является возможность комплексной, системной оценки предприятия. Рыночная оценка бизнеса во многом зависит от того, каковы его перспективы.

При определении рыночной стоимости бизнеса доходным подходом учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. При этом важно, на каком этапе развития бизнеса собственник начнет получать данные доходы и с каким риском это связано. Методы доходного подхода:

- метод дисконтирования денежных потоков;
- метод дисконтирования нормализованной прибыли;
- метод капитализации нормализованной прибыли;
- метод капитализации денежных потоков.

4.1.1. Метод дисконтирования денежных потоков

Сущность метода дисконтирования денежных потоков (ДДП). Определение стоимости бизнеса методом ДДП основано на предположении о том, что потенциальный инвестор и собственник в результате переговоров придут к соглашению о рыночной цене, равной текущей стоимости будущих доходов.

Метод ДДП наиболее приемлем с точки зрения инвесторов. Любой инвестор, вкладывающий деньги в действующее предприятие, в конечном счете, покупает не набор активов, состоящий из зданий, сооружений, машин, оборудования, нематериальных ценностей и т.д., а поток будущих доходов, позволяющий ему окупить вложенные средства и получить прибыль.

Метод ДДП может быть использован для оценки любого действующего предприятия. Однако существуют ситуации, когда он объективно дает наиболее точный результат рыночной стоимости предприятия: применение метода наиболее обосновано для оценки предприятий, имеющих положительную историю хозяйственной деятельности и находящихся на стадии роста или стабильного экономического развития. Метод в меньшей степени применим к оценке предприятий, терпящих систематические убытки или для оценки новых предприятий.

Алгоритм применения метода ДДП.

Этап 1. Выбор модели денежного потока. При оценке бизнеса мы можем применять одну из двух моделей денежного потока: ДП для собственного капитала или ДП для всего инвестированного капитала (см. п.2.2). При помощи модели рассчитывается рыночная стоимость собственного (акционерного) капитала предприятия.

В обеих моделях денежный поток может быть рассчитан как на номинальной основе (в текущих ценах), так и на реальной основе (с учетом фактора инфляции).

Этап 2. Определение длительности прогнозного периода.

При оценке бизнеса методом дисконтированных денежных потоков ожидаемый предстоящий срок деятельности предприятия следует разделить на два периода: прогнозный и постпрогнозный. В качестве периода прогнозирования может быть выбран:

— период, по достижении которого темпы роста дохода предприятия стабилизируются;

— период существования компании с учетом планов руководства (например, связан с окончанием договора аренды на имущество компании);

- продолжительность создания, эксплуатации и, если необходимо, ликвидации объекта;
- период достижения заданных характеристик доходности, требований и предпочтений инвестора;
- срок реализации инвестиционного проекта по внедрению новой продукции.

В условиях стабильной экономики прогнозный период для оценки предприятия может составлять в зависимости от целей оценки и конкретной ситуации от 5 до 10 лет. В условиях нестабильности, когда долгосрочные прогнозы затруднительны, допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет.

На прогнозный период составляют детальный погодовой прогноз денежных потоков. Для точности результата следует осуществлять дробление прогнозного периода на более мелкие единицы измерения: полугодие или квартал.

Этап 3. Анализ и прогноз валовой выручки от реализации.

Анализ выручки от реализации продукции необходимо проводить за 2 - 3 года. Цель этого анализа – определение основной тенденции изменения объемов производства и соответственно выручки от реализации продукции. Для определения тренда можно использовать статистические методы. Расчеты выручки желательно производить по каждому виду продукции и деятельности отдельно.

При прогнозировании выручки от реализации необходимо учитывать:

- рост объемов производства должен соответствовать ограничениям, установленным внешней средой (платежеспособный спрос на продукцию, цены и доступность входящих ресурсов, конкуренция).

— планы развития предприятия должны соответствовать возможностям предприятия в части их обеспечения производственными мощностями, персоналом, доступными источниками финансирования и т.п.

— оценка ожидаемого ежегодного прироста выпуска продукции должна исходить из перспектив развития отрасли и экономики страны ретроспективных тенденций развития предприятия с учетом ресурсных ограничений предприятия;

— при прогнозировании необходимо принимать во внимание все изменения, которые должны произойти с предприятием для обеспечения прогнозируемых объемов производства и цен реализации.

Прогнозные расчеты необходимо проводить укрупненным методом по трем вариантам:

1) оптимистическому – при котором все факторы риска действуют минимально, и предприятие может произвести и реализовать максимальный объем продукции;

2) пессимистическому - при котором все факторы риска действуют максимально, и предприятие может произвести и реализовать минимальный из всех возможных объем продукции;

3) наиболее вероятному - при прочих равных условиях, на основании известной тенденции развития.

Этап 4. Анализ и прогноз расходов.

В процессе прогнозирования расходов на этапе анализа, оценщик должен:

— учесть ретроспективные зависимости и тенденции;

— изучить структуру расходов, в особенности соотношение постоянных и переменных издержек;

— изучить единовременные и чрезвычайные статьи расходов, которые могут фигурировать в финансовой отчетности за прошлые годы, но в будущем не встретятся;

— определить амортизационные отчисления исходя из наличия активов и из будущего их прироста и выбытия;

— рассчитать затраты на выплату процентов на основе прогнозируемых уровней задолженности;

— сравнить прогнозируемые расходы с соответствующими показателями для предприятий-конкурентов или с аналогичными среднеотраслевыми показателями.

Главным в отношении производственных издержек является разумная экономия. Если она систематически достигается без ущерба для качества, продукция предприятия остается конкурентоспособной. Для правильной оценки этого обстоятельства необходимо прежде всего четко выявлять и контролировать причины возникновения категорий затрат.

Этап 5. Анализ и прогноз инвестиций.

Инвестиционный анализ включает три компонента:

1. Собственный оборотный капитал.

2. Капиталовложения с целью замены основных активов предприятия по мере их износа, а также приобретения и строительства новых активов для расширения производственных мощностей в будущем.

3. Изменение остатка долгосрочной задолженности (получения и погашения кредитов).

При прогнозе капиталовложений следует учесть два аспекта:

— прогноз капитальных вложений для расширения производства, базирующийся на бизнес-планах, подготовленных руководством компании;

— прогноз капитальных вложений для простого воспроизводства основных фондов.

Прогноз изменения долгосрочной задолженности осуществляется исходя из текущей кредитной истории компании и на основании информации по планируемому привлечению заемных средств из внешних источников для осуществления инвестиционной деятельности.

Этап 6. Расчет величины денежного потока для каждого года прогнозного периода.

Для расчета денежного потока необходимо использовать результаты расчетов элементов денежного потока, полученных на этапах 3,4,5: выручки от реализации продукции, затрат на производство продукции и реализацию, амортизационных отчислений, изменения собственного оборотного капитала, изменение стоимости основных фондов и источников финансирования этих изменений. Методика расчета денежного потока показана в п. 2.2 настоящего пособия.

Этап 7. Определение ставки дисконта.

Дисконтирование полученных величин денежных потоков позволяет определить стоимость их в настоящее время (текущую стоимость). Для этого необходимо знать величину и время поступления будущих денежных потоков и ставку дисконта.

Методики определения ставки дисконта показаны в п. 2.4 настоящего пособия. Для денежного потока для собственного капитала рекомендуется применять:

— модель оценки капитальных активов;

- метод кумулятивного построения;
для денежного потока для всего инвестированного капитала:
- модель средневзвешенной стоимости капитала.

Этап 8. Расчет величины стоимости в постпрогнозный период.

При эффективном управлении предприятием срок его жизни стремится к бесконечности. Чтобы учесть доходы, которые может принести бизнес за пределами периода прогнозирования, определяется стоимость реверсии.

Реверсия — это:

- доход от возможной перепродажи имущества (предприятия) в конце периода прогнозирования;
- стоимость имущества (предприятия) на конец прогнозного периода.

В зависимости от перспектив развития бизнеса в постпрогнозный период выбирается один из представленных в табл.4.1 способов расчета его стоимости на конец прогнозного периода.

Таблица 4.1

Методы расчета стоимости предприятия на конец прогнозного периода (реверсии)

Метод расчета стоимости	Особенности применения
Метод расчета по ликвидационной стоимости	Применяется, если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Учитываются расходы, связанные с ликвидацией, и скидка на срочность в случае срочной ликвидации. Для оценки действующего предприятия, приносящего прибыль этот метод неприменим
Метод расчета по стоимости чистых активов	Метод может быть использован для стабильного бизнеса, главной характеристикой которого являются значительные материальные активы (фондоемкие производства), или если на конец прогнозного периода ожидается продажа активов предприятия по рыночной стоимости.
Метод предполагаемой	Метод применим, если аналогичные предприятия часто покупаются-продаются и можно обосновать тенденцию

продажи	изменения их стоимости
Модель Гордона	Модель Гордона основана на прогнозе получения стабильных доходов в остаточный период и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны.

По модели Гордона годовой доход послепрогнозного 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.

Расчет конечной стоимости в соответствии с моделью Гордона производится по формуле:

$$C_{t+1} = \frac{ДП_{t+1}}{R-g}, \quad (9)$$

где C_{t+1} – стоимость в постпрогнозный период;
 $ДП_{t+1}$ – денежный поток доходов за первый год постпрогнозного (остаточного) периода;
 R – ставка дисконта;
 g – долгосрочные темпы роста денежного потока.

Конечная стоимость C_{t+1} по формуле Гордона определяется на момент окончания прогнозного периода.

Полученную таким образом стоимость бизнеса в постпрогнозный период приводят к текущим стоимостным показателям по той же ставке дисконта, что применяется для дисконтирования денежных потоков прогнозного периода.

Этап 9. Расчет текущих стоимостей будущих денежных потоков и стоимости в постпрогнозный период.

Расчеты текущих стоимостей представляют собой техническую задачу, необходимо суммировать текущие стоимости периодических денежных потоков, которые приносит объект оценки в прогнозный период, и текущую стоимость в постпрогнозный период, ожидаемую в будущем.

Предварительная стоимость оцениваемого предприятия складывается из текущих стоимостей будущих денежных потоков прогнозного периода и текущей стоимости в послепрогнозный период:

$$C = C_t + C_{t+1}, \quad (10)$$

где C - предварительная стоимость предприятия;

C_t - текущая стоимость денежного потока в прогнозный период, определяются по формуле:

$$C_t = \sum \frac{ДП_t}{(1+R)^{t-0,5}}, \quad (11)$$

где $ДП_t$ - денежный поток i -го прогнозного периода;

R - ставка дисконта;

t - год прогноза

C_{t+1} - текущая стоимость от продажи предприятия в послепрогнозный период, находится по формуле:

$$C_{t+1} = \frac{ДП_{t+1}}{R-g} \times \frac{1}{(1+R)^{t+1}} \quad (12)$$

Этап 10. Внесение итоговых поправок

После определения предварительной величины стоимости предприятия для получения окончательной величины рыночной стоимости необходимо внести итоговые корректировки:

1) На чистый долг (если моделируется денежный поток на инвестированный капитал). Корректировка на чистый долг – величина корректировки определяется как разница полученных кредитов и займов, с одной стороны, и суммой денежных средств, с другой.

2) На избыточные активы. Избыточными называются активы, которые предназначены для осуществления основной деятельности предприятия, однако по какой-либо причине не задействованы.

3) На непрофильные активы. Непрофильными называются активы, которые не предназначены для осуществления основной деятельности предприятия.

4) На разницу ОНА и ОНО – величина корректировки определяется как разница между суммой отложенных налоговых активов (ОНА) и отложенных налоговых обязательств (ОНО).

5) На избыток (недостаток) СОК – корректировка позволяет учесть избыток (недостаток) фактического СОК относительно требуемой (прогнозной) величины.

4.1.2. Метод капитализации нормализованной прибыли

Экономическое содержание метода. Метод капитализации нормализованной прибыли является одним из вариантов доходного подхода к оценке бизнеса действующего предприятия. Сущность данного метода выражается формулой:

$$C = \frac{D}{K} \quad (13)$$

где C - стоимость предприятия;
 K – коэффициент капитализации.

Метод капитализации прибыли в наибольшей степени подходит для ситуаций, в которых ожидается, что предприятие в течение длительного срока будет получать примерно одинаковые величины прибыли (или темпы ее роста будут постоянными).

В отличие от оценки недвижимости в оценке бизнеса данный метод применяется ограниченно из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

Алгоритм применения метода капитализации прибыли.

Этап 1. Анализ финансовой отчетности. Для оценки действующего предприятия анализируются балансовые отчеты и отчеты о финансовых результатах за последние 3–5 лет.

При анализе финансовой отчетности необходимо в обязательном порядке провести нормализацию и трансформацию бухгалтерской отчетности (п. 3.4 настоящего пособия).

На основании результатов нормализации и финансового анализа, оценщик делает окончательный вывод о возможности применения данного метода оценки.

Этап 2. Выбор величины доходного показателя для расчета стоимости. Существует множество методов капитализации дохода предприятия, которые различаются в зависимости от принятых для расчета баз дохода. Так, например, можно выделить:

- капитализацию чистого дохода (до налогообложения, выплаты процентов и капитализации затрат);
- капитализацию чистого дохода (после налогообложения, выплаты процентов и капитальных затрат);
- капитализацию фактических дивидендов;
- капитализацию потенциальных дивидендов.

В качестве величины дохода, подлежащей капитализации, может быть выбрана:

1. величина дохода, спрогнозированная на один год после даты оценки;

2. средняя величина выбранного вида дохода, рассчитанная на основе ретроспективных и, возможно, прогнозных данных.

Определение размера прогнозируемого нормализованного дохода осуществляется с помощью статистических формул по расчету простой средней, средневзвешенной средней или метода экстраполяции.

Этап 3. Расчет ставки капитализации. Ставка капитализации для предприятия обычно выводится из ставки дисконта путем вычета ожидаемых среднегодовых темпов роста прибыли или денежного потока (в зависимости от того, какая величина капитализируется). Соответственно для одного и того же предприятия ставка капитализации обычно ниже, чем ставка дисконта.

С математической точки зрения, ставка капитализации – это делитель, который применяется для преобразования величины прибыли или денежного потока за один период времени в показатель стоимости.

Чтобы определить ставку капитализации, нужно сначала рассчитать соответствующую ставку дисконта, используя одну из различных методик определения ставки дисконта.

При известной ставке дисконта ставка капитализации определяется в общем виде по следующей формуле:

$$K = \frac{D}{R-g}, \quad (14)$$

где R – ставка дисконта;

g – долгосрочные темпы прироста прибыли или денежного потока.

Этап 4. Определение стоимости предприятия

Последние этапы применения метода капитализации представляют собой несложные операции. Предварительная величина стоимости рассчитывается по приводившейся формуле 13.

Для проведения корректировок на нефункционирующие активы требуется оценка их рыночной стоимости в соответствии с принятыми методиками для конкретного вида активов.

В оценке бизнеса метод капитализации дохода применяется довольно редко из-за значительных колебаний величин прибылей или денежных потоков по годам, характерных для большинства оцениваемых предприятий.

4.2. Сравнительный подход к оценке бизнеса

Особенностью сравнительного (рыночного) подхода к оценке собственности является ориентация итоговой величины стоимости, с одной стороны, на рыночные цены купли-продажи акций, принадлежащих сходным компаниям; с другой стороны, на фактически достигнутые финансовые результаты.

4.2.1. Общая характеристика сравнительного подхода

Сравнительный (рыночный) подход к оценке бизнеса предполагает, что ценность активов определяется тем, за сколько они могут быть проданы при наличии достаточно сформированного финансового рынка. Другими словами, наиболее вероятной величиной стоимости оцениваемого предприятия может быть реальная цена продажи аналогичной фирмы, зафиксированная рынком.

Теоретической основой сравнительного подхода, доказывающей возможность его применения, а также объективность результативной величины, являются следующие базовые положения:

— Оценщик использует в качестве ориентира реально сформированные рынком цены на аналогичные предприятия (акции).

При наличии развитого финансового рынка фактическая цена купли-продажи предприятия в целом или одной акции наиболее интегрально учитывает многочисленные факторы, влияющие на величину стоимости собственного капитала предприятия.

— Сравнительный подход базируется на принципе альтернативных инвестиций. Инвестор, вкладывая деньги в акции, покупает прежде всего будущий доход. Производственные, технологические и другие особенности конкретного бизнеса интересуют инвестора только с позиции перспектив получения дохода. Стремление получить максимальный доход на размещенные инвестиции при адекватном риске и свободном размещении капитала обеспечивает выравнивание рыночных цен.

— Цена предприятия отражает его производственные и финансовые возможности, положение на рынке, перспективы развития. Следовательно, в аналогичных предприятиях должно совпадать соотношение между ценой и важнейшими финансовыми параметрами, такими как прибыль, дивидендные выплаты, объем реализации, балансовая стоимость собственного капитала. Отличительной чертой этих финансовых параметров является их определяющая роль в формировании дохода, получаемого инвестором.

Основным преимуществом сравнительного подхода является то, что оценщик ориентируется на фактические цены купли-продажи аналогичных предприятий. В данном случае цена определяется рынком, так как оценщик ограничивается только корректировками, обеспечивающими сопоставимость аналога с оцениваемым объектом. При использовании других подходов оценщик определяет стоимость предприятия на основе расчетов.

Сравнительный подход базируется на ретроинформации и, следовательно, отражает фактически достигнутые результаты производственно-финансовой деятельности предприятия, в то время как доходный подход ориентирован на прогнозы относительно будущих доходов.

Другим достоинством сравнительного подхода является реальное отражение спроса и предложения на данный объект инвестирования, поскольку цена фактически совершенной сделки максимально учитывает ситуацию на рынке.

К недостаткам сравнительного подхода можно отнести следующее:

1. Базой для расчета являются достигнутые в прошлом финансовые результаты. Следовательно, метод игнорирует перспективы развития предприятия в будущем.

2. Сравнительный подход возможен только при наличии доступной разносторонней финансовой информации не только по оцениваемому предприятию, но и по большому числу похожих фирм, отобранных оценщиком в качестве аналогов. Получение дополнительной информации от предприятий-аналогов является достаточно сложным процессом.

3. Оценщик должен делать сложные корректировки, вносить поправки в итоговую величину и промежуточные расчеты, требующие серьезного обоснования. Это связано с тем, что на практике не существует абсолютно одинаковых предприятий. Поэтому оценщик обязан выявить различия и определить пути их нивелирования в процессе определения итоговой величины стоимости.

Условия применения сравнительного подхода:

— возможность применения сравнительного подхода зависит от наличия активного финансового рынка, поскольку подход предполагает использование данных о фактически совершенных сделках;

— открытость рынка или доступность финансовой информации, необходимой оценщику;

— наличие специальных служб, накапливающих ценовую и финансовую информацию.

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

— метод компании-аналога;

— метод сделок;

— метод отраслевых коэффициентов.

Метод компании-аналога, или метод рынка капитала, основан на использовании цен, сформированных открытым фондовым рынком. Базой для сравнения служит цена на единичную акцию публичного акционерного общества. Следовательно, в чистом виде данный метод используется только для оценки миноритарного пакета акций.

Метод сделок, или метод продаж, ориентирован на цены приобретения предприятия в целом, либо контрольного пакета акций.

Метод отраслевых коэффициентов, или метод отраслевых соотношений, основан на использовании рекомендуемых соотношений между ценой и определенными финансовыми параметрами. Отраслевые коэффициенты рассчитаны на основе длительных статистических наблюдений специальными исследовательскими институтами за ценой продажи предприятия и его важнейшими производственно-финансовыми характеристиками. Метод отраслевых коэффициентов пока не получил достаточного распространения в отечественной

практике в связи с отсутствием необходимой информации, требующей длительного периода наблюдения.

4.2.2. Метод сделок и метод рынка капитала

Технология применения метода компании-аналога и метода сделок практически совпадают, различие заключается только в типе исходной ценовой информации: либо цена одной акции, не дающая никаких элементов контроля, либо цена контрольного пакета, включающая премию за элементы контроля. Каждый из этих методов при внесении дополнительных корректировок позволяет оценить как контрольный, так и миноритарный пакет акций.

В табл. 4.2 рассмотрены принципиальные различия методов сравнительного подхода.

Таблица 4.2

Сравнение методов сравнительного подхода

Критерии сравнения	Методы сравнительного подхода	
	Метод сделок (продаж)	Метод компании-аналога (рынка капитала)
Типы исходной ценовой информации	Цены продаж контрольных пакетов и предприятий целиком, информация о слияниях и поглощениях предприятий	Цены на единичные акции предприятий - аналогов
Время анализируемых сделок	Информация о ранее совершенных сделках	Данные о текущих ценах акций
Учет элементов контроля	Цена контрольного пакета акций или предприятия в целом включает премию за элементы контроля	Цена одной акции не учитывает никаких элементов контроля
Результат оценки	Стоимость контрольного пакета или предприятия в целом	Стоимость одной акции или неконтрольного пакета

Алгоритм применения методов оценки методами компании-аналога и сделок.

Этап 1. Сбор необходимой информации и выбор аналогичных предприятий.

Идеальные предприятия-аналоги - предприятия, которые действуют в той же отрасли, что и оцениваемое предприятие, ведут подобные хозяйственные операции, имеют сравнимую номенклатуру продукции, подвержены влиянию идентичных экономических факторов, а также близки по размеру и участвовали в сделке купли-продажи. Поэтому на этапе выбора предприятий – аналогов большое значение уделяется критериям отбора:

1. Отраслевое сходство. Список потенциально сопоставимых компаний всегда принадлежит одной отрасли, однако не все предприятия, входящие в отрасль или предлагающие свои товары на одном рынке, сопоставимы. Оценщик должен учитывать следующие дополнительные факторы:

- уровень диверсификации производства;
- характер взаимозаменяемости производимых продуктов;
- зависимость от одних и тех же экономических факторов;

2. Размер является важнейшим критерием, оцениваемым аналитиком при составлении окончательного списка аналогов. Сравнительные оценки размера компании включают такие параметры, как объем реализованной продукции и услуг, объем прибыли, число филиалов и т.д.

— стадия экономического развития оцениваемой компании и аналогов;

— географическую диверсификацию – крупные компании обычно имеют более разветвленную сеть потребителей своей продукции, минимизируя тем самым риск нестабильности объемов продаж;

— количественные скидки – крупные компании закупают сырье в большем объеме, чем небольшие фирмы, и получают при этом значительные скидки;

— ценовые различия по сходным товарам;

3. Перспективы роста. Оценивая перспективы роста компании, аналитик рассматривает степень влияния трех основных факторов: общего уровня инфляции, перспектив роста отрасли в целом и индивидуальных возможностей развития конкретной фирмы в рамках отрасли. Другим существенным фактором возможного роста является динамика доли предприятия на рынке. Эксперт должен внимательно изучить конкурентные преимущества и недостатки оцениваемой компании по сравнению с аналогами.

4. Географическая близость. На предприятия, расположенные в одном регионе действуют одни и те же экономические, политические и социальные факторы, что позволит сократить количество корректировок.

Состав критериев сопоставимости определяется условиями оценки, наличием необходимой информации, приемами и методами, наработанными оценщиком. На практике невозможно проанализировать все факторы, по которым осуществляется окончательный отбор, однако критерий отраслевого сходства является обязательным.

Этап 2. Сопоставление списка предприятий и финансовый анализ.

Сравнительный подход к оценке предприятия использует все традиционные приемы и методы финансового анализа. Оценщик рассчитывает одинаковые коэффициенты, анализирует балансы, отчеты о финансовых результатах, дополнительную информацию, что позволит определить сходство компаний и провести необходимые

корректировки, обеспечивающие необходимую сопоставимость. Финансовая информация может быть получена оценщиком как по публикациям в периодической печати, так и на основании письменного запроса либо непосредственно на предприятии в ходе собеседования. Состав этой информации зависит от конкретного объекта оценки, стратегии и методологии оценщика, а также стадии отбора аналогов.

В процессе анализа финансовой информации:

— сравнивается структура капитала или соотношение собственных и заемных средств;

— оценивается ликвидность или возможность оплачивать текущие обязательства текущими активами;

— анализируется кредитоспособность фирмы, другими словами – способность привлекать заемные средства на выгодных условиях.

Отличительные черты финансового анализа при сравнительном подходе проявляются в следующем:

во-первых, с помощью финансового анализа можно определить рейтинг оцениваемой компании в списке аналогов;

во-вторых, он позволяет обосновать степень доверия оценщика к конкретному виду мультипликатора в общем их числе, что в конечном счете определяет вес каждого варианта стоимости при выведении итоговой величины.

Этап 3. Выбор ценовых мультипликаторов.

Ценовой мультипликатор – это коэффициент, показывающий соотношение между рыночной ценой предприятия или акции и базой сравнения.

База сравнения может быть представлена как финансовыми, так и натуральными показателями.

$$M = \frac{\text{Цена предприятия-аналога}}{\text{База сравнения}}, \quad (15)$$

Финансовая база оценочного мультипликатора является, по сути, измерителем, отражающим финансовые результаты деятельности предприятия, к которым можно отнести не только прибыль, но и денежный поток, дивидендные выплаты, выручку от реализации и некоторые другие.

При применении сравнительного подхода в оценке бизнеса необходимо:

— определить мультипликатор и измерить его единообразно по сопоставимым компаниям;

— сравнить полученные мультипликаторы с типовыми для данной отрасли;

— скорректировать различия между компаниями сравнения и объектом оценки с учетом их фундаментальных характеристик.

В числителе мультипликатора может стоять:

– стоимость собственного капитала объекта сравнения (V_e , соответствующая MC – *Market capitalization* или $MVEq$ – *Market Value of Shareholders Equity*) – стоимость, соответствующая рыночному курсу акций (или рыночная стоимость актив минус обязательство компании);

– стоимость фирмы или стоимость инвестированного капитала объекта сравнения (V_o или EV – *Enterprise value* или $MVIC$ – *Market Value of Invested Capital*) – стоимость, полученная как сумма рыночной стоимости долгосрочных обязательств и собственного капитала $MVEq$ за вычетом денежных средств.

Если целью оценивания является определение стоимости контрольной доли, стоимость инвестирования капитала V_o может оказаться лучшим измерителем цены, поскольку покупатель

контрольного пакета акций заинтересован в развитии бизнеса в целом, независимо от структуры его капитала. Для покупателя миноритарного пакета рыночная стоимость акций V_e может быть вопросом установления соответствующей цены. Наиболее важной причиной, способной вынудить аналитика делать выбор между ними, является необходимость согласования структуры капитала оцениваемой компании и компаний–аналогов.

Если в числителе мультипликатора стоит показатель EV, то при использовании мультипликатора необходимо учесть различие компании сравнения в долгосрочных обязательствах и свободных денежных средствах.

В знаменателе мультипликатора может стоять:

— показатель собственного капитала – прибыль на акцию (*EPS, Earnings per share*), балансовая стоимость собственного капитала (*BV, Book value of equity*);

— показатель фирмы – выручка (*Sales*), прибыль до уплаты процентов, налогов и амортизации (*EBITDA, Earnings before interest, tax and depreciation*), балансовая стоимость капитала (*BV, Book value*).

Необходимо использовать *согласованные мультипликаторы*, удовлетворяющие условиям:

— если числителем, используемым для мультипликатора, является стоимость собственного капитала, то и знаменатель должен основываться на ценности собственного капитала,

— если числитель – это ценность фирмы, то и знаменатель тоже должен основываться на ценности фирмы.

Ценовые мультипликаторы можно разбить на две группы, при этом, основой для расчета интервальных мультипликаторов выступает

чаще всего отчет о финансовых результатов, а для моментных - балансовый отчет.

Таблица 4.3

Виды оценочных мультипликаторов

Интервальные мультипликаторы	Моментные мультипликаторы
стоимость / выручка (values–sales ratio — VS)	цена / паспортная мощность
цена / выручка (price–sales ratio — PS)	цена / балансовая стоимость активов
цена / чистая прибыль	цена / стоимость замещения активов
цена / чистый денежный поток (чистая прибыль + амортизация),	цена / за один элемент объекта, приносящий доход (посадочное место в ресторане или театре, номер в гостинице, погрузчик, грузовой автомобиль и т.п.).
цена / дивиденды	
цена / за один элемент объекта, приносящий доход (количество постоянных клиентов, абонентов, сотрудников и т.д.).	

При расчете интервального мультипликатора в качестве финансовой базы можно рассчитать отслеживающий, текущий и форвардный мультипликатор.

Например, мультипликатор *цена / чистая прибыль (P/E)* – один из наиболее часто употребляемых оценочных коэффициентов, может быть:

— *отслеживающим мультипликатором P/E*, полученным отношением цены к *средней прибыли* за несколько ретроспективных лет;

— *текущим мультипликатором P/E*, полученным отношением цены к прибыли за *последний финансовый год*;

— *форвардным мультипликатором P/E*, полученным отношением цены к прибыли за *прогнозный финансовый год*.

Поскольку финансовая отчетность может быть трансформирована, то за основу может быть принят любой из показателей, характеризующих доходы предприятия и приведенных в

таблице 4.4. Сравнительный анализ часто используемых мультипликаторов приведен в таблице 4.5.

Таблица 4.4

Характеристика финансовой базы мультипликаторов

Показатель	Формула расчета
Выручка (S , <i>Sales</i>)	S
Себестоимость реализации	C_1
Маржа 1 (M_1 , <i>GM</i> , <i>Gross Margin</i>)	$GM = S - C_1$
Коммерческие и общешфирменные расходы	C_2
Маржа 2 = Прибыль от реализации (M_1 , <i>OM</i> , <i>Operating margin</i>)	$OM = GM - C_2$
Прочие операционные доходы	S_3
Прочие операционные расходы	C_3
Маржа 3 (M_3)	$M_3 = OM + S_3 - C_3$
Прочие внеоперационные доходы	S_4
Прочие внеоперационные расходы	C_4
Маржа 4 – Прибыль до амортизации, уплаты налогов и процентов (M_4 , <i>EBITDA</i> , <i>Earnings before interest, tax and depreciation</i>)	$EBITDA = M_3 + S_4 - C_4$
Амортизация	A
Маржа 5 – Прибыль до уплаты налогов и процентов (M_5 , <i>EBIT</i> , <i>Earnings before interest and tax</i>)	$EBIT = EBITDA - A$
Проценты к получению	Pr_1
Проценты к уплате	Pr_2
Маржа 6 – Прибыль до налогообложения (I)	$I = EBIT + Pr_1 - Pr_2$
Налог на прибыль	Tax
Чистая прибыль (E , или <i>Net Earnings</i>)	$E = I - Tax$

Экспертное мнение или накопленный опыт позволяет выбрать мультипликатор, в наилучшей степени подходящий для измерения результатов работы компании. Для расчета стоимости можно использовать несколько мультипликаторов. При согласовании различающихся результатов стоимости, полученных по нескольким

мультипликаторам, оценщик должен принимать во внимание относительную значимость каждого показателя стоимости.

Таблица 4.5

Характеристика ценовых мультипликаторов

Мультипликатор	Характеристика
Цена/выручка (P/S)	Не применим, если прибыльность оцениваемой компании существенно отличается от прибыльности аналога. Может быть применим для убыточных компаний. В качестве предпосылки допускается однородная отрасль, где разумные инвесторы ожидают, что выручка последовательно создает соответствующий объем прибыли и денежный поток. Более корректно применять EV/S , результатом станет получение стоимости инвестированного капитала.
Цена/Прибыль от реализации (P/OM)	Как правило, используется, когда нет данных для расчета $P/EBITDA$ (амортизация не всегда раскрывается отдельной строкой в отчетности). Корректнее применять V/OM , результатом станет получение стоимости инвестированного капитала.
Цена/Прибыль до амортизации, уплаты налогов и процентов (P/EBITDA)	Дает оценку, очищенную от влияния разницы в бухгалтерской амортизации и процентов по кредиту оцениваемой компании и аналога. Более корректно применять $EV/EBITDA$, результатом станет получение стоимости инвестированного капитала.
Цена/Прибыль до налогообложения (P/I)	Лучше, чем P/E , если по какой-то причине нужно абстрагироваться от влияния налогообложения (например, компания - аналог заплатила единовременные пени и штрафы из чистой прибыли, не прогнозируемые в будущем). Корректнее применять MC/I – результатом станет получение стоимости собственного капитала.
Цена/Чистая прибыль (P/E)	Подходит для большинства прибыльных компаний со стабильной структурой капитала, которая совместима с отобранными компаниями-аналогами. Более корректно применять MC/E – данный мультипликатор позволяет получить стоимость собственного капитала.

Этап 4 Определение итоговой величины стоимости.

Процесс формирования итоговой величины стоимости состоит из следующих элементов: выбор величины мультипликатора, взвешивания промежуточных результатов.

Сравнительный подход позволяет использовать аналитику максимальное число всех возможных вариантов мультипликаторов,

следовательно, в процессе расчета будет получено столько же вариантов стоимости. Если аналитик в качестве итоговой величины предложит простую среднюю всех полученных величин, то это будет означать, что он одинаково доверяет всем мультипликаторам. Наиболее правильным приемом определения итоговой величины является метод взвешивания. Оценщик в зависимости от конкретных условий, целей и объекта оценки, степени доверия к той или иной информации придает каждому мультипликатору свой вес. На основе взвешивания получается итоговая величина стоимости, которая может быть взята за основу для проведения последующих корректировок.

Этап 5. Внесение итоговых корректировок.

Итоговая величина стоимости, полученная в результате применения мультипликаторов, должна быть откорректирована в зависимости от конкретных обстоятельств. Наиболее типичными являются следующие поправки:

— Портфельная скидка предоставляется при наличии непривлекательного для покупателя характера диверсификации производства.

— Аналитик при определении окончательного варианта стоимости должен учесть имеющиеся активы непроизводственного назначения.

— Если в процессе финансового анализа выявлены либо недостаточность собственного оборотного капитала, либо экстренная потребность в капитальных вложениях, полученную величину необходимо вычесть.

4.3 Затратный подход к оценке бизнеса

Главный признак затратного подхода в оценке бизнеса – это поэлементная оценка всех активов предприятия. Затратный подход основывается на принципе замещения: актив стоит не больше, чем составили бы затраты на замещение всех его составных частей.

Применение затратного подхода в оценке бизнеса наиболее обоснованно в следующих случаях:

- оценка предприятия в целом;
- оценка контрольного пакета акций предприятия, обладающего значительными материальными активами;
- оценка предприятий, когда имеются затруднения с обоснованным прогнозированием величины будущих прибылей или денежных потоков;
- отсутствие рыночной информации о предприятиях-аналогах;
- ликвидация предприятия (метод ликвидационной стоимости).

Если предприятие находится в режиме сокращенного воспроизводства или в его отношении осуществляется процедуры банкротства, то затратный подход остается единственным подходом, с помощью которого можно определить стоимость предприятия.

Базовой формулой в затратном подходе является:

$$C = \text{Активы (рыночная стоимость)} - \text{Обязательства (текущая стоимость)}$$

Затратный подход представлен двумя основными методами:

- метод стоимости чистых активов, позволяет оценить предприятие с точки зрения затрат на его создание, при условии, что предприятие остается действующим;

— метод ликвидационной стоимости - стоимости, которую собственник предприятия может получить в случае ликвидации предприятия и отдельной продажи его имущества.

4.3.1. Метод чистых активов

Метод стоимости чистых активов основан на анализе активов компании. Использование данного метода дает лучшие результаты при оценке действующей компании, обладающей значительными материальными и финансовыми активами. При этом в рамках метода стоимости чистых активов, отдельные объекты (нематериальные активы, долгосрочные финансовые вложения, здания, машины, оборудование) могут оцениваться с использованием доходного и сравнительного подхода.

Суть метода: все активы предприятия оцениваются по рыночной стоимости и из полученной величины отнимается текущая стоимость всех обязательств.

Алгоритм оценки методом стоимости чистых активов

1 этап: Анализ бухгалтерского баланса на дату оценки, одновременно проводится инвентаризация активов. По результатам анализа и инвентаризации вносятся поправки в данные баланса.

2 этап: определяется обоснованная рыночная стоимость недвижимого имущества.

3 этап: оценивается рыночная стоимость машин и оборудования

4 этап: рассчитывается стоимость нематериальных активов

5 этап: оценивается рыночная стоимость финансовых вложений

6 этап: оценивается рыночная стоимость обязательств

7 этап: определяется стоимость собственного капитала путём вычитания из обоснованной рыночной стоимости активов текущей стоимости всех обязательств.

4.3.2. Метод ликвидационной стоимости

Ликвидационная стоимость отражает наиболее вероятную цену, по которой объект может быть отчужден за срок экспозиции, меньший типичного срока для рыночных условий, т.е. за срок, недостаточный для привлечения достаточного числа потенциальных покупателей.

Оценка ликвидационной стоимости проводится в следующих случаях:

— предприятие находится в состоянии банкротства или близко к нему;

— оценивается доля собственности, представляющая контрольный пакет или доля способная вызвать продажу активов предприятия;

— собственником принято решение о ликвидации предприятия;

— прибыль от финансово - хозяйственной деятельности предприятия не велика по сравнению со стоимостью его чистых активов, то есть предприятие малорентабельно или убыточно.

Ликвидационная стоимость при упорядоченной ликвидации:

Продажа активов осуществляется в течение разумного периода времени, чтобы получить максимальную выручку от их продажи. Этот период включает подготовку активов к продаже, доведение информации до потенциальных потребителей, время на обдумывание решения о покупке (до 2 лет).

Алгоритм оценки:

1. Разрабатывается календарный график ликвидации активов предприятия, который составляется с целью максимизации выручки от продажи; в течение этого периода производственно хозяйственная и финансовая деятельность предприятия продолжается;

2. Рассчитывается текущая стоимость активов с учетом затрат на их ликвидацию. Расчет осуществляется так же как в методе стоимости чистых активов. Прогнозируемая выручка от реализации активов уточняется следующим образом:

а) при расчете ликвидационной стоимости необходимо учесть и вычесть из выручки затраты на ликвидацию (эти затраты включают комиссионные риэлторов, оценщиков, юристов, административные расходы по поддержанию работы предприятия до завершения его ликвидации, затраты по налогообложению, страхованию, охране активов, выходные пособия и выплаты работников); так как эти затраты являются разновременными, их необходимо дисконтировать, срок дисконтирования устанавливается согласно графику продажи активов;

б) при расчете ликвидационной стоимости вырученные от продажи активов денежные суммы очищены от сопутствующих затрат, дисконтируются на дату оценки по ставке дисконта учитывающей связанный с этой продажей риск.

3. Рассчитывается текущая стоимость обязательств, аналогично как в методе стоимости чистых активов.

4. Рассчитывается ликвидационная стоимость предприятия.

Ликвидационная стоимость при принудительной ликвидации:

Активы распродаются настолько быстро насколько это возможно, часто на одном аукционе.

Принудительная ликвидация может быть:

— по решению Арбитражного Суда при банкротстве предприятия,

— при нарушении предприятием норм хозяйственного законодательства, несоблюдение экологических норм.

Алгоритм расчета при принудительной ликвидации соответствует расчету при упорядоченной ликвидации. Однако при оценке текущей стоимости активов следует учитывать значительный риск не продажи активов по прогнозируемой цене, повышенной ставкой дисконта и использованием скидок с продаж.

При определении оценочной стоимости объектов недвижимости, ставка дисконта увеличивается от 30% до 60%. Оценочная стоимость машин и оборудования снижается на размер скидки с продажи, которая достигает 40%, на величину затрат связанных с продажей (20-25%) и полученная величина дисконтируется по повышенной ставке.

Корректировка оценочной стоимости нематериальных активов осуществляется путем использования существенной скидки и дисконтирования по повышенной ставке; если часть нематериальных активов является ликвидационной и может быть продана сразу, то их стоимость не дисконтируется.

Оценочная стоимость запасов и готовой продукции снижается в среднем на 20-25% в счет покрытия затрат на хранение и транспортировку, неликвидные запасы списываются. Оценочная стоимость незавершенного производства часто снижается до стоимости отходов.

4.4. Согласование результатов оценки

Завершающим этапом процесса оценки является согласование результатов, полученных различными методами в рамках

использованных подходов. Цель такого согласования — получение окончательной итоговой величины стоимости.

Итоговая стоимость представляет экспертное, беспристрастное и обоснованное суждение квалифицированного, профессионального специалиста-оценщика о денежном эквиваленте потенциальной сделки с объектом, зафиксированной в задании на оценку.

В отчете об оценке итоговая величина стоимости может быть представлена в виде одного числа, диапазона стоимостей или в обоих вариантах. В соответствии с требованиями к отчету величина стоимости дается в виде единой рублевой суммы, представляющей точечную величину оценки.

Итоговая стоимость может быть выражена диапазоном возможных величин стоимости, который определяется полученными различными подходами результатами. Диапазон стоимостей указывает, что величина стоимости лежит где-то в границах этого диапазона. Заказчик, информированный о диапазоне стоимости, рассматривает как объективную стоимость ту величину, которая соответствует его целям.

Кроме диапазона стоимости, возможно заявление диапазона вероятности. Диапазон вероятности дает представление оценщика о степени пессимистичности и оптимистичности развития событий относительно полученных результатов стоимости, основанных на доказательствах каждого подхода.

Оценка стоимости предприятия не ограничивается одним подходом, а различные подходы, как правило, дают величины стоимости, существенно различающиеся между собой. Это расхождение в полученных результатах является следствием как объективных, так и субъективных причин.

К объективным причинам, обуславливающим различие в полученных величинах стоимости, можно отнести: состав используемой информации; экономическую среду, генерирующую используемые в расчетах и обоснованиях данные; инструментарий методов доходного, сравнительного и затратного подходов; принципы оценки, лежащие в основе различных подходов; доказательная база и логика обоснований и пр.

К субъективным причинам существенного расхождения полученных результатов стоимости можно отнести: качество используемой информации; профессионализм оценщика; противоречия в выводах и обоснованиях, содержащихся в методах доходного, сравнительного и затратного подходов; уровень информационного обеспечения оценки конкретного назначения в данном экономическом регионе; арифметические ошибки и пр.

Оценщик должен учитывать, что заказчик обычно требует объяснить причины расхождения результатов и обосновать процесс согласования. Таким образом, окончательная величина стоимости представляет собой как математические расчеты, так и их обоснование.

Методика ранжированной оценки критериев стоимости.

Данная методика предполагает определение удельного веса результатов оценки, полученных каждым методом, на основе их ранжирования по таким критериям, как: способность учитывать цель оценки, способность учитывать конъюнктуру рынка, способность учитывать физические и экономические параметры объекта, качество информации.

Этапы расчета удельного веса:

1) каждому использованному методу по рассматриваемым критериям обоснованно присваивается ранг: высокий, средний или низкий;

2) проставляются баллы, соответственно высокий — 2, средний — 1, низкий — 0;

3) по каждому методу рассчитывается суммарный набранный балл и проставляется в графе «Итог»;

4) определяется общая сумма баллов, полученных оцениваемым объектом, по совокупности всех задействованных методов и подходов;

5) рассчитывается удельный вес каждого как отношение итоговой суммы баллов соответствующего подхода к общей сумме баллов.

В табл. 4.10 представлен макет таблицы для расчета удельного веса результатов оценки с применением методики ранжированной оценки критериев стоимости.

Таблица 4.10

Расчет удельного веса результатов оценки с применением методики ранжированной оценки критериев стоимости (макет)

Наименование подхода и метода		Способность учитывать цель оценки	Способность учитывать конъюнктуру рынка	Способность учитывать параметры объекта	Качество информации	Итог	Удельный вес, %
Доходный подход	Ранг						
	Балл						
Затратный подход	Ранг						
	Балл						
Сравнительный подход	Ранг						
	Балл						
Общая сумма баллов							100

Метод распределения весовых коэффициентов. Расчет удельного веса полученных при оценке результатов в данном методе проводится на основании усреднения весомости критериев влияния по каждому подходу.

Этапы расчета удельного веса:

1. Определяется удельный вес подхода по каждому из предложенных в методике критериев. Для этого общий удельный вес (100%) распределяется между доходным, затратным и сравнительным подходами в рамках рекомендуемых критериев. Сумма весов по каждому критерию, т.е. по строке, всегда должна быть равна 100 %.
2. Рассчитывается удельный вес подхода, представленного подхода, представленного в отчете об оценке конкретным методом, как среднее арифметическое значение удельных весов, присвоенных по каждому из критериев.

В табл. 4.11 представлен макет таблицы для расчета удельного веса результатов оценки с применением метода распределения весовых коэффициентов.

Таблица 4.11

Расчет удельного веса результатов оценки с применением метода распределения весовых коэффициентов (макет)

Критерий	Затратный подход, %	Сравнительный подход, %	Доходный подход, %
1. Достоверность информации			
2. Полнота информации			
3.Способность учитывать действительные намерения покупателя и продавца			
4.Способность учитывать конъюнктуру рынка			
5. Способность учитывать размер, местоположение, доходность объекта			
6. Допущения, принятые в расчетах			
Весовые показатели достоверности метода			

Метод анализа иерархий (МАИ). Метод аналитической иерархической процедуры (иерархия Саати) заключается в возможности сравнить критерии и варианты решений.

Метод МАИ предполагает декомпозицию задачи на более простые составные части с последующей обработкой последовательных суждений оценщика парными сравнениями.

Для целей оценки используются следующие критерии согласования:

А - возможность отразить действительные намерения потенциального инвестора и продавца.

Б - тип, качество, обширность данных, на основе которых проводился анализ.

В - способность параметров используемых методов учитывать конъюнктурные колебания.

Г - способность методов учитывать специфические методы оценки объекта, влияющие на его стоимость.

В результате согласования мы получили стоимость предприятия или стоимость 100% контроля над бизнесом. Однако часто требуется определение рыночной стоимости не всего предприятия, не всех 100% его акций, а лишь пакета (пая). Уровень контроля над предприятием, получаемый собственником пакета, влияет на стоимость оцениваемой доли. Уровень контроля, который получает новый собственник, может в среднем на 20—35% повлиять на итоговую стоимость пакета акций предприятия. Большинство методов оценки позволяют учесть степень контроля (рис.4).



Рис.4. Учет уровня контроля на основе применения различных методов оценки

Если оценщику нужно получить стоимость на уровне контрольного пакета, то к стоимости, полученной методом рынка капитала, надо добавить премию за контроль. Для получения стоимости неконтрольного пакета нужно из стоимости контрольного пакета вычесть скидку за неконтрольный характер.

Премия за контроль — стоимостное выражение преимущества, связанного с владением контрольным пакетом акций, дающим

дополнительные возможности контроля над предприятием по сравнению с владением миноритарным пакетом акций.

Скидка за неконтрольный характер — величина, на которую уменьшается стоимость оцениваемой доли пакета, рассчитанной из общей стоимости пакета акций предприятия, за счет ее неконтрольного характера.

Если определяется стоимость меньшей доли не публичной компании с помощью методов расчета стоимости контрольного пакета, то нужно вычесть скидки за неконтрольный характер и за недостаточную ликвидность.

Контрольные вопросы

1. Описать сущность и формулу расчета по всем методам

5. Управление стоимостью предприятия (бизнеса)

5.1. Основы управления стоимостью компании

Система управления стоимостью бизнеса служит важной организационно - экономической основой для прояснения перспектив существования компании на целевом рынке. Создаваемая для акционеров стоимость в долгосрочной перспективе является наилучшим показателем рациональности принимаемых управленческих решений. Стоимость компании по сравнению с другими экономическими показателями, такими как прибыль, рентабельность акционерного капитала, средневзвешенные затраты на его приобретение характеризуются долгосрочной направленностью.

Компании, которые обеспечивают непрерывный рост стоимости, способны в больших масштабах привлекать необходимые объемы инвестиций. Как показывает практика, они являются экономически более привлекательными для кредиторов. Вследствие этого более простой становится процедура привлечения необходимых по объему кредитных ресурсов.

Согласно концепции управления, ориентированного на стоимость (*Value based management / VBM*), все решения менеджмента компании должны оцениваться с точки зрения их влияния на ее рыночную стоимость. В табл. 5.1 предложены различные варианты понятия «управление стоимостью предприятия».

Под управлением стоимостью предприятия предлагается понимать целесообразную деятельность (на всех уровнях управления), направленную на процесс максимизации стоимости предприятия, в современных и перспективных условиях, через систему взаимосвязанных показателей, ее формирующих.

Определение «управление стоимостью предприятия»

Авторы	Определение понятия «управление стоимостью предприятия»
О.В. Брезницкая	Процесс непрерывной максимизации стоимости вашей компании, который должен быть ориентиром для принятия решений на всех уровнях: от стратегических, на уровне совета директоров, до ежедневных оперативных решений менеджеров нижнего уровня.
О.В. Буз	Метод управления, при котором все стратегические и оперативные управленческие решения направлены на максимизацию стоимости предприятия, — самый комплексный показатель, оценивающий абсолютно все ее достижения.
Е.А. Химион	Предусматривает повышение рыночной стоимости активов, которые находятся у владельцев, повышение эффективности их использования, а также максимизация денежных потоков, которые данными активами генерируются и/или будут генерироваться в будущем.
И.В. Ивашковская	Концепция, направленная на превращение потенциальных возможностей извлечения экономической прибыли для собственника компании в реальность.
Ю.В. Козырь	Комплекс управленческих решений и мероприятий, направленных на изменение его (имущества) текущей стоимости.

Задачи управления стоимостью, как базового метода обеспечения стратегической конкурентоспособности бизнеса, можно свести к следующему:

1) базовой целью управления деятельностью предприятия на всех уровнях его функционирования является повышение стоимости в интересах собственников и других заинтересованных лиц;

2) ключевым источником стоимости является денежный поток предприятия, который может генерировать сегодня и сможет генерировать в будущем;

3) прирост стоимости компании и каждого ее отдельно взятого подразделения является важнейшим критерием эффективности руководства на всех уровнях.

При этом следует иметь в виду наличие известных конфликтов интересов между основными участниками процесса функционирования

компания — собственниками, менеджерами, персоналом, налоговыми органами и потребителями. В этой связи при управлении стоимостью необходимо исходить из установленных принципов оценки.

1. Ориентированность на результат. Проведение оценки стоимости должно преследовать конкретную цель, а результаты данного исследования должны носить практический характер. Возникновение кризисных ситуаций в экономике порождает неопределенность прогнозирования параметров стоимости компаний. В таких условиях целями бизнеса становится обеспечение конкурентного преимущества, повышение инвестиционной привлекательности и финансовой безопасности, а соответственно и рост рыночной стоимости компаний.

2. Сбалансированность интересов всех участников компании. При проведении оценки стоимости важно принимать во внимание тот факт, что собственники, инвесторы, конкуренты имеют собственные интересы в функционировании компании, а соответственно и в оценке ее стоимости.

3. Комплексность оценки. Одной из основных проблем оценки стоимости бизнеса является многообразие методов оценки. Недостатком традиционных подходов к оценке стоимости бизнеса является то, что при использовании каждого из них можно оценить лишь один аспект функционирования компании — либо величину денежного потока, либо величину чистых активов, либо величину рыночных мультипликаторов. Поэтому комплексная оценка стоимости бизнеса должна включать в себя элементы нескольких методов и моделей, обеспечивая тем самым адаптацию процесса оценки стоимости к существующим условиям функционирования компаний.

4. Ориентация на эффективность. Применение принципов стоимостно-ориентированного управления создает в компании систему

управления факторами стоимости, позволяющую, сосредоточившись на главном, управлять бизнесом в целях долгосрочного наращивания ее стоимости и обеспечения устойчивости в нестабильной внешней среде.

5.2. Концепции управления стоимостью предприятия (бизнеса)

Управление стоимостью компании — комплексный процесс. Его можно определить, с одной стороны, как последовательную реализацию принципов финансовой модели и построение на ее основе и с ее помощью всех решений менеджмента компаний — стратегических и оперативных, финансовых и нефинансовых. С другой стороны, управление стоимостью должно исходить из необходимости удовлетворения ожиданий всех «заинтересованных лиц». При соединении двух сторон, выделяются пять элементов управления стоимостью:

- стратегическое планирование инвестиционной стоимости;
- оперативное планирование создания стоимости;
- мониторинг и управление факторами стоимости;
- система мотивации и вознаграждения, увязанная со стоимостью компании;
- система коммуникаций с инвесторами.

Рассматривая виды деятельности организации можно выделить свои факторы, оказывающие преобладающее влияние на стоимость бизнеса (факторы, движущие стоимость бизнеса):

- в рамках операционной деятельности — это темпы роста продаж и величина прибыли от основной деятельности (данные факторы способны оказывать стимулирующее влияние на рост ДП);

— в инвестиционной деятельности – это инвестиции в собственные оборотные средства и в долгосрочные активы (также стимулируют рост ДП);

— в финансовой деятельности – это стоимость привлечения капитала (данный фактор способен оказать нивелирующее влияние на ставку дисконтирования). В целом, применяя модель ДДП, можно установить непосредственную зависимость между стоимостью бизнеса, величиной ДП и ставкой дисконтирования.

Одной из основных концепций управления стоимостью предприятия является концепция менеджмента, ориентированного на стоимость, которая предполагает:

1) построение системы оценки результатов деятельности на основе стоимости;

2) наличие интегрированного показателя, отражающего стоимость;

3) выстраивание по интегрированному показателю рычагов управления стоимостью.

Интегрированные показатели, отражающие стоимость рассмотрены в пункте 5.3 данного пособия.

Один из подходов к созданию стоимости компании – подход Дамодарана. В соответствии с данным подходом выделяют четыре способа создания стоимости:

— увеличение денежных потоков, генерируемых имеющимися в наличии активами;

— увеличение темпа роста денежных потоков (за счёт увеличения доли реинвестированной прибыли либо за счёт повышения эффективности инвестиций);

— увеличение продолжительности периода высоких темпов роста ДП;

— принятие мер по снижению стоимости капитала (за счёт уменьшения операционного риска инвестирования капитала либо за счёт пропорций долгового финансирования, либо за счёт изменения финансовых условий привлечения кредитов).

Подход создания стоимости бизнеса – подход Коупленда-Мурина-Коллера ориентирован непосредственно на создание стоимости бизнеса в процедуре реструктуризации, рекомендуется выделять следующие этапы создания стоимости:

1) исследование текущей рыночной стоимости бизнеса (стоимость бизнеса на открытом рынке определяется при помощи методов сравнительного подхода);

2) оценка фактической стоимости бизнеса (желательно на основе доходного подхода для обеспечения дальнейшей сопоставимости оценок) с целью установления величины «разрыва восприятия». В данном случае происходит сопоставление внешней (рыночной) и внутренней («как есть») стоимостей бизнеса и фактически оценивается потенциал компании;

3) моделирование стоимости бизнеса, основанное на предположении осуществления внутренних преобразований в компании (например, изменения стратегии развития, реструктуризации управления, оптимизации использования имущественного комплекса);

4) моделирование стоимости бизнеса на основе стоимости, созданной на 3-м этапе, и с учётом внешних преобразований (например, реорганизации);

5) моделирование оптимальной реструктурированной стоимости на основе стоимости, созданной на 4-м этапе, и с учётом

реализации возможностей финансового конструирования (например, реструктуризации капитала).

Смысл этого процесса заключается в последующем сопоставлении оптимальной реструктурированной стоимости и текущей рыночной стоимости бизнеса. Таким образом, устанавливается целесообразность реструктуризации и определяются возможности улучшения бизнеса за счёт реализации структурных преобразований.

5.3. Методы управления стоимостью

В качестве интегрированного показателя, отражающего стоимость, могут быть выбраны такие показатели как показатель чистой рентабельности собственного капитала (метод Дюпона), сумма чистых дисконтированных денежных потоков, показатель экономической прибыли и другие.

Анализ показателей позволяет установить, какие факторы оказывают влияние на стоимость, их причинно-следственные связи, а главное выделить факторы в наибольшей степени, воздействующие на стоимость.

Управление стоимостью предприятия средствами финансового менеджмента. Основным целевым показателем управления стоимостью предприятия в традиционном менеджменте является рентабельность собственного капитала, который следует максимизировать. Под рентабельностью собственного капитала понимают отношение чистой прибыли к среднему размеру собственного капитала за период, причем в зарубежной практике собственный капитал по балансу должен быть равен рыночной оценке стоимости чистых активов предприятия. Если рентабельность соб-

ственного капитала увеличивается, то это свидетельствует о создании стоимости для акционеров. Для максимизации стоимости собственного капитала следует выделить конкретные ключевые параметры хозяйственной деятельности, воздействуя на которые можно в наибольшей мере влиять на повышение рентабельности собственного капитала. Выявлению указанных факторов способствуют схемы, отражающие взаимосвязи между показателями, начиная с показателей хозяйственно-финансовой деятельности и заканчивая целевым показателем.

Данный подход иллюстрирует схема показателей (рис. 5), целевым показателем которой является рентабельность собственного капитала, рассчитанная не по чистой прибыли, а по прибыли после уплаты процентов, но до уплаты налога на прибыль (рентабельность собственного капитала до налога).

Рентабельность собственного капитала до налога представляет собой отношение рентабельности инвестированного капитала, рассчитанной по прибыли после процентных платежей, но до уплаты налога на прибыль, к доле собственного капитала в инвестированном капитале.

Рентабельность инвестированного капитала после процентных платежей, но до уплаты налога рассчитывается как рентабельность инвестированного капитала до уплаты процентов и налога за вычетом процентной нагрузки на капитал.

Рентабельность инвестированного капитала до уплаты процентов и налога зависит от рентабельности продаж и оборачиваемости капитала, а процентная нагрузка на капитал от процентной ставки по заемному капиталу и доли заемного капитала в общем капитале предприятия.

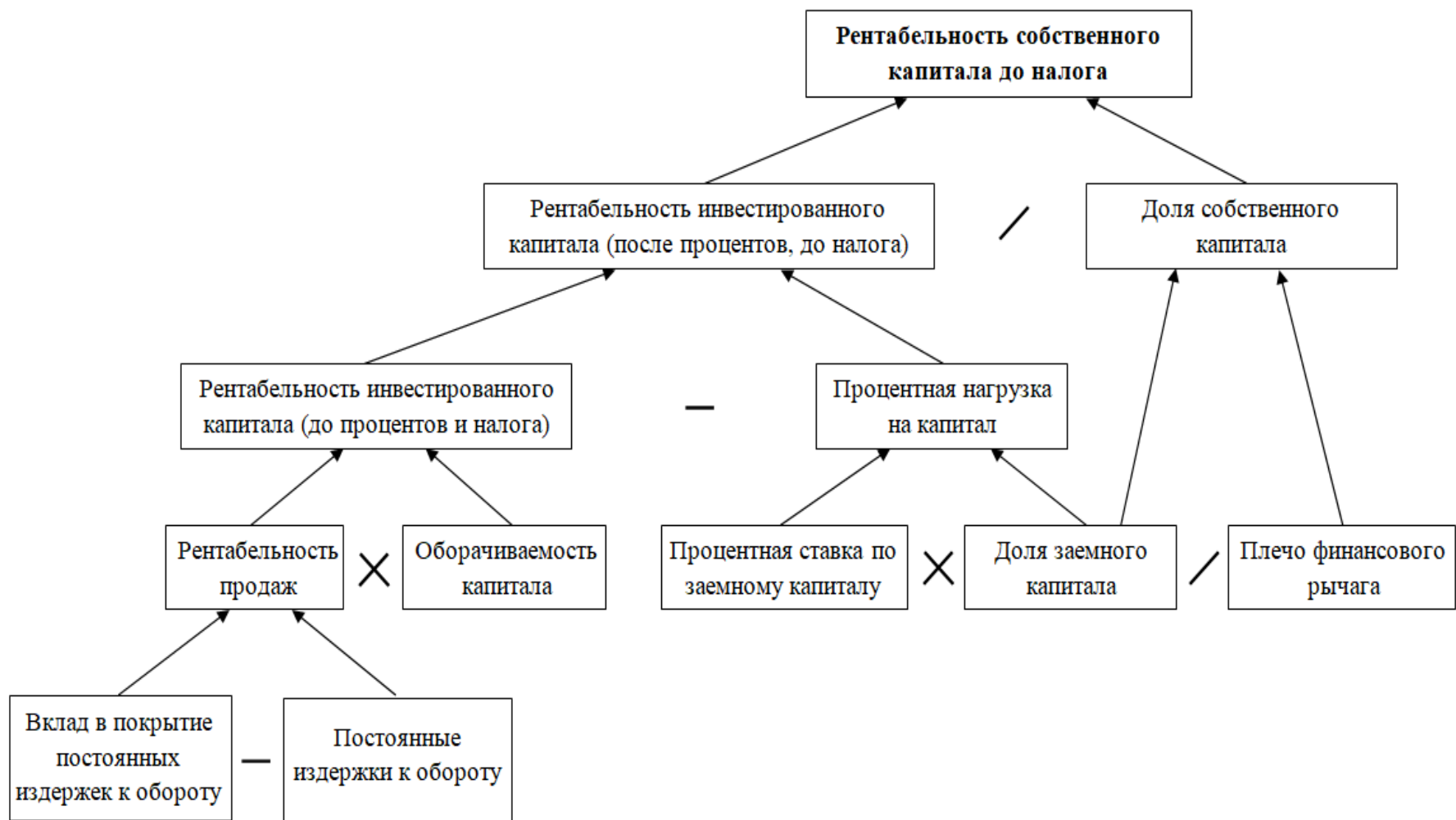


Рис.5. Показатели управления стоимостью предприятия в финансовом менеджменте

Доли собственного и заемного капитала связаны посредством плеча финансового рычага.

Рентабельность продаж зависит от вклада прибыли в покрытие постоянных издержек и величины постоянных издержек по отношению к обороту.

Таким образом, целевой показатель рентабельности собственного капитала представлен посредством следующих параметров — движителей стоимости (*Value Drivers*):

- покрытие постоянных издержек к объему оборота;
- уровень постоянных издержек к объему оборота за период;
- коэффициент оборачиваемости капитала за год;
- процентная ставка по заемному капиталу за год;
- доля собственного капитала;
- доля заемного капитала.

Важность данных показателей заключается в том, что они отражают конкретные управленческие решения, от которых будет зависеть рентабельность собственных средств.

Управление стоимостью предприятия на основе метода дисконтированных денежных потоков. Если стоимость предприятия оценивают с помощью метода дисконтированных денежных потоков, стоимость предприятия увеличивается, если принимаемое решение приводит к увеличению денежных потоков, создаваемых существующими инвестициями; увеличению ожидаемых темпов роста прибыли; увеличению продолжительности периода быстрого роста; сокращению средневзвешенной стоимости капитала.

Целевым показателем рассматриваемого подхода является текущая стоимость денежных потоков, генерируемых предприятием.

Если величина текущей стоимости денежных потоков увеличивается, то увеличивается оценка стоимости предприятия.

К движителям стоимости в данном случае относят факторы, которые непосредственно влияют на величину денежного потока:

- временной фактор;
- объемы реализации;
- себестоимость реализованной продукции;
- соотношение постоянных и переменных затрат;
- маржа валовой прибыли;
- собственные оборотные средства;
- основные средства;
- факторы, от которых зависит ставка дисконта.

Таким образом, подход к управлению стоимостью, основанный на методе дисконтированных денежных потоков, выявляет похожие факторы, оказывающие влияние на стоимость предприятия.

Управление стоимостью предприятия на основе экономической прибыли. Переориентация на максимизацию стоимости обусловила появление «стоимостных» технологий управления (*Value Based Management*), которые в настоящее время трансформировались в интегрированную концепцию управления компанией по стоимости, основанную на фундаментальных результатах теории корпоративных финансов и методах стратегического менеджмента. Цель максимизации стоимости позволила компании превратить разрозненные направления бизнеса, разнородные процессы и разобщенных сотрудников в единое целое, направив каждое звено организационной цепочки к достижению поставленной цели — увеличению стоимости компании.

Основой данной концепции является единство процессов целеполагания стратегического менеджмента с методами количественной оценки финансовых результатов. В процессе реализации данной концепции должно быть взаимоувязано все: анализ достигнутых результатов, процессы целеполагания, планирование деятельности компании, контроль и оценка результативности, а также стимулирование персонала.

С экономической точки зрения капитал преумножается, когда экономические выгоды, полученные компанией от использования долгосрочных ресурсов, превышают экономические затраты на их привлечение. Другими словами, компания может быть прибыльна с бухгалтерской точки зрения, но «проедать» свой капитал. Стремление к оценке эффективности использования капитала привело к активному использованию в практике показателя экономической добавленной стоимости (EVA).

Экономическая прибыль зависит от превышения доходности инвестированного капитала (ROCE) над его средневзвешенной стоимостью (WACC) и величины инвестированного капитала (CE).

Декомпозиция показателей управления экономической добавленной стоимостью (рис. 6) позволяет выявить движители стоимости. К ним относятся:

- себестоимость реализованной продукции;
- объемы реализации; доля расходов в выручке;
- коэффициент оборачиваемости капитала за год;
- уровень налогообложения;
- средневзвешенные затраты на капитал.

Показатель экономической добавленной стоимости (EVA) позволяет оценить эффект работы менеджмента компании. Так как

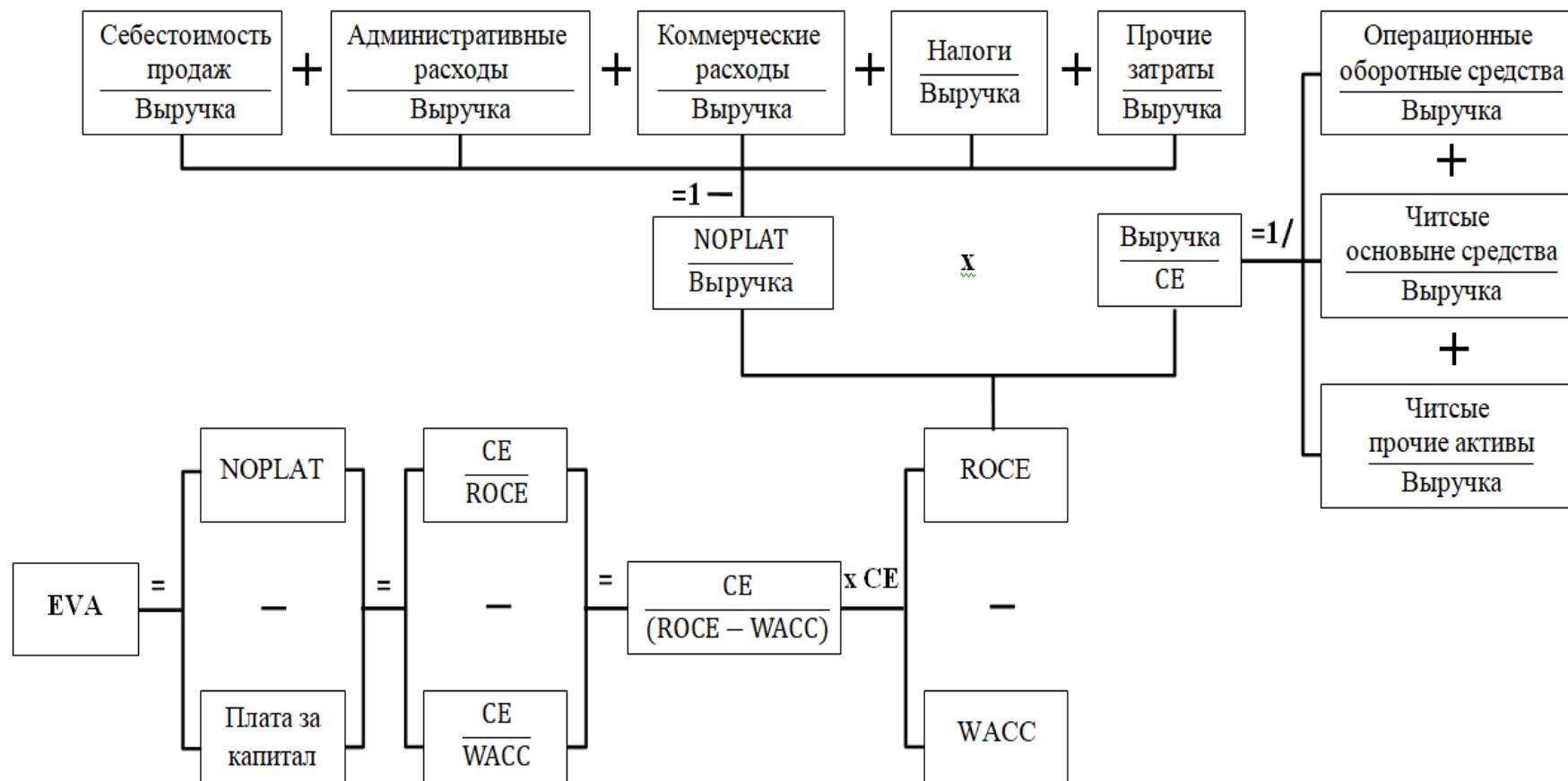


Рис. 6. Показатели управления экономической добавленной стоимостью

одной из проблем, которая возникает в управлении стоимостью компании, является сложность использования самой стоимости для оперативного управления бизнесом. Стоимость не всегда отражает исключительно результат работы менеджеров: на нее влияют внешние факторы (например, прогноз развития рынка, поведение инвесторов и т.д.). Именно поэтому для управления стоимостью компании можно использовать показатели на основе экономической добавленной стоимости, которые, с одной стороны, в наибольшей степени коррелируют с рыночной оценкой стоимости, а с другой — могут быть использованы в оперативном управлении компанией.

Сбалансированная система показателей. Потребность учета большого количества параметров, влияющих на стоимость предприятия, с целью управления стоимостью предприятия привела к использованию сбалансированной системы показателей Р.С. Каплана, Д.П. Нортон (рис. 7).

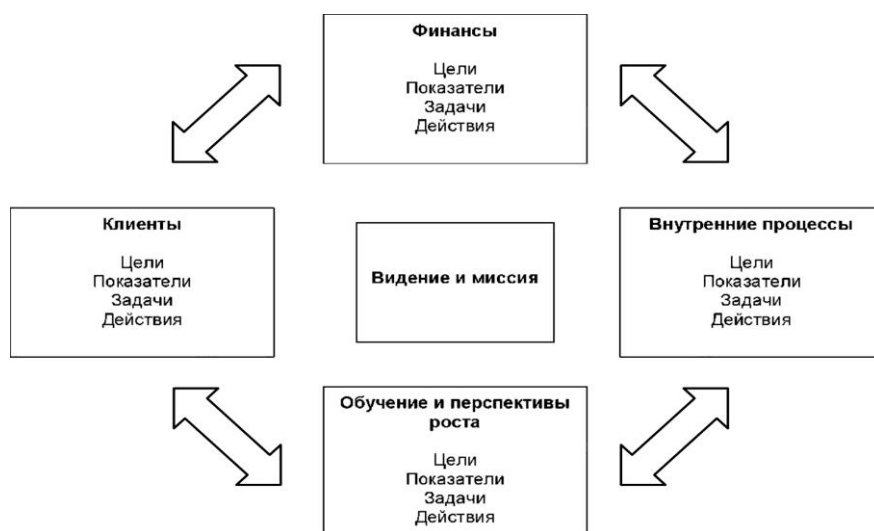


Рис. 7. Система сбалансированных показателей

В рамках сбалансированной системы показателей (ССП) на основе видения и миссии организации анализируются цели и

соответствующие показатели по четырем аспектам деятельности организации: обучение и перспективы роста; внутренние процессы; клиенты; финансы. Возможные показатели, которые можно проанализировать в рамках ССП показаны в табл. 5.2.

Таблица 5.2

Система показателей

Обучение и перспективы роста	Внутрифирменные процессы
<p>1) характеристика сотрудников (степень удовлетворения сотрудников; текучесть персонала; производительность труда персонала; доля сотрудников, которые по своей квалификации соответствуют потребностям организации);</p> <p>2) информационные технологии (количество измеряемых процессов; количество сотрудников, которые могут получать информацию из сети одновременно и т. д.);</p> <p>3) мотивация и ориентация (количество принятых и внедренных предложений; выданные вознаграждения; количество сотрудников поддерживающих внедрение на предприятии ССП).</p>	<p>1) показатели, направленные на идентификацию рынка (прибыльность данного сегмента рынка; объем выручки, который может быть получен в результате внедрения нового продукта; объем выручки, которая может быть получена в результате привлечения нового покупателя);</p> <p>2) показатели, связанные с выходом на рынок;</p> <p>3) показатели, связанные с производством, длительность производственного цикла; затраты на производство;</p> <p>4) показатели, связанные с доставкой;</p> <p>5) показатели, связанные с сервисом (средний уровень удовлетворенности потребителей; количество потребителей, которые сделали повторный заказ ит. д.).</p>
Клиенты	Финансы
<p>1) способность удерживать потребителей (число постоянных клиентов и т. д.);</p> <p>2) способность завоевывать потребителей (количество новых потребителей; средние затраты на привлечение нового покупателя);</p> <p>3) удовлетворение покупателей (количество жалоб; количество писем с благодарностью и т. д.);</p> <p>4) прибыльность потребителей (общая прибыль в расчете на одного потребителя и т. д.).</p>	<p>1) рост выручки (объем продаж и доля рынка; количество новых продуктов; количество новых потребителей и рынков; количество новых каналов распределения; выручка в расчете на одного работника и т. д.);</p> <p>2) управление затратами (сокращение затрат на одно изделие; доля ресурсосберегающих процессов и т. д.);</p> <p>3) использование активов (потери; длительность финансового цикла; отдача собственного капитала; производительность труда и эффективность).</p>

По результатам анализа в тот или иной аспект деятельности организации могут быть внесены изменения.

С точки зрения формирования стоимости предприятия ССП не дает каких-либо ранее не используемых приемов и методов. Обоснование целевых значений показателей ССП производится с помощью методов дисконтированного денежного потока, экономической добавленной стоимости и других аналогичных методов.

Влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса). Данный способ управления стоимостью был предложен И. А. Егеревым, который исследовал влияние параметров производственного и финансового циклов на стоимость предприятия (бизнеса).

В процессе анализа рассматривают два основных цикла: производственный и финансовый.

Производственный цикл – начинается с момента поступления материалов на склад предприятия, заканчивается в момент отгрузки покупателю продукции, которая была изготовлена из данных материалов.

Финансовый цикл – начинается с момента оплаты поставщикам данных материалов и заканчивается в момент получения денег от покупателей за отгруженную продукцию.

Период времени, в течение которого совершается оборот денежных средств и активов, представляет собой длительность цикла. Для оценки его длительности используются показатели оборачиваемости (период в днях).

Проанализировав влияние циклов на стоимость бизнеса, И. А. Егерев исследует проблему управления стоимостью с точки зрения управления циклами предприятия.

Модель управления стоимостью основывается на расчете коэффициентов чувствительности и выборе из всего перечня факторов тех, влияние которых на стоимость оказывается наиболее значительным (факторы, имеющие наибольшие коэффициенты чувствительности).

Анализ чувствительности описывается формулой (19), посредством которой обеспечивается связь изменения факторов со стоимостью бизнеса:

$$\frac{\Delta \tilde{C}}{C} = \sum_n K_{\Phi}^n \frac{\Delta \tilde{\Phi}_n}{\Phi_n} \quad (19)$$

где \tilde{C} - стоимость бизнеса (случайная величина);

C - ожидаемая стоимость бизнеса

$\Delta \tilde{C}$ - приращение стоимости бизнеса;

$\tilde{\Phi}_n$ - значение фактора n (случайная величина);

Φ_n - ожидаемое значение фактора n ;

$\Delta \tilde{\Phi}_n$ - приращение n -го фактора;

K_{Φ}^n - коэффициент чувствительности стоимости бизнеса к n -ому фактору.

Интерпретация содержания коэффициентов чувствительности может быть следующей: коэффициент чувствительности показывает, на сколько процентов изменится стоимость бизнеса при изменении величины фактора на один процент. Соответственно чем больше коэффициент, тем на большее число процентов изменится стоимость.

Процедуры управления стоимостью, рассматриваемые в рамках метода представлены в табл.5.3.

Достоинства способа заключаются в том, что он обладает хорошими диагностическими свойствами в части выявления возможных приоритетных факторов управления стоимостью, однако для реализации воздействия на обнаруженные в ходе диагностирования факторы требуется учет многих других факторов и применение механизмов воздействия на эти факторы.

Процедуры управления стоимостью

Наименование процедуры	Мероприятия
Период оборота кредиторской задолженности	Мероприятия по увеличению сроков возврата кредиторской задолженности на основе пересмотра условий договоров, проводимые в сочетании с мероприятиями по управлению денежными потоками по кредиторской задолженности.
Период оборота дебиторской задолженности	Мероприятия по своевременному и полному взысканию дебиторской задолженности на основе пересмотра условий договоров, проводимые в сочетании с мероприятиями по управлению Денежными потоками по дебиторской задолженности.
Длительность производственного цикла	Мероприятия по сокращению продолжительности производственного цикла через внедрение в производство передовой техники и технологий, оптимизация графика поставок сырья и материалов, повышение квалификации и заинтересованности работников.
Денежные потоки по кредиторской задолженности	Мероприятия по сокращению расходов по закупаемым сырью и материалам, в том числе за счет сокращения сроков оплаты, поиск новых поставщиков. Замена закупаемого сырья и материалов на более дешевые аналоги.
Денежные потоки по дебиторской задолженности	Мероприятия по повышению рыночной привлекательности реализуемой продукции, внедрение гибких условий оплаты, поиск надежных партнеров, своевременное и полное взыскание дебиторской задолженности
Ставка дисконтирования	Мероприятия по снижению рисков производственного процесса, а также рисков, связанных с поставщиками и клиентами.

5.4. Система управления стоимостью

Систематизация параметров управления стоимостью предприятия С.В. Валдайцева (рис. 8) является наиболее полной. Параметры классифицированы по четырем группам. Одни из включенных в классификацию параметров управления стоимостью определяется тактическими, другие определяются стратегическими решениями.

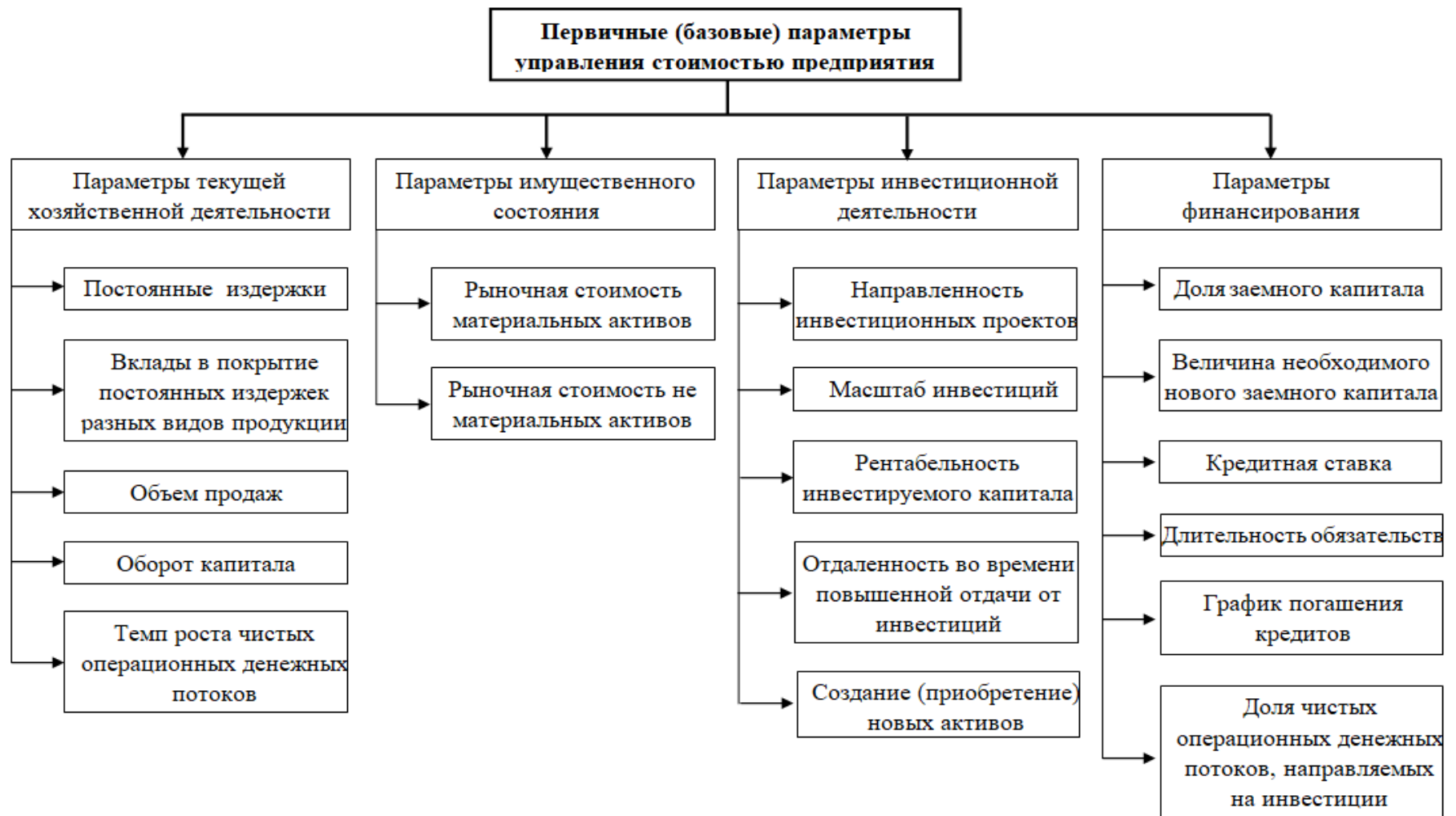


Рис. 8. Первичные (базовые) параметры управления стоимостью

Однако С.В. Валдайцев подчеркивает, что вследствие слишком большого разнообразия возможных ситуаций не представляется возможным осуществить универсальное ранжирование всех непосредственно управляющих стоимостью предприятия параметров с точки зрения их сравнительной важности (чувствительности стоимости к их изменению).

Внедрение системы управления стоимостью — процесс продолжительный (2-3 года), ориентированный на долгосрочную перспективу, имеющий стратегическое значение для компании, и он должен пройти несколько этапов.

1 этап — оценка стоимости компании на текущий момент с созданием модели, учитывающей индивидуальность денежных потоков конкретного бизнеса. Методы, позволяющие оценить стоимость компании, условно можно разделить по следующим группам:

— базирующиеся на определении стоимости отдельных активов, которыми владеет оцениваемое предприятие (методы затратного подхода);

— использующие результаты анализа конъюнктуры фондового рынка, а точнее, сделок, совершенных с акциями или долями уставного капитала предприятий, аналогичных оцениваемому (методы сравнительного подхода);

— основанные на изучении доходов оцениваемого предприятия (методы доходного подхода).

Указанные методы позволяют рассматривать стоимость компании с разных точек зрения.

Оценка бизнеса в системе управления стоимостью предприятия играет роль постоянного мониторинга достигнутой величины стоимости, способствует установлению величины разрыва между

потенциальной и действительной стоимостью предприятия, а также величиной капитализации на фондовом рынке. Своевременно и правильно определенная величина стоимости предприятия является основой для принятия обоснованных управленческих решений, ведущих к увеличению стоимости предприятия, повышению его конкурентоспособности и инвестиционной привлекательности.

В системе управления стоимостью предприятия оценка позволяет решать следующие задачи.

1. Определить исходную или действительную величину стоимости бизнеса.

2. Определить стоимостный разрыв между фундаментальной (внутренней) и действительной стоимостью.

3. Выявить факторы роста стоимости и степень их влияния на величину рыночной стоимости.

4. Рассчитать величину потенциальной стоимости и проследить ее динамику в зависимости от использования внутренних и внешних резервов и улучшений.

5. Спрогнозировать величину синергического эффекта и изменения стоимости в результате реструктуризации и реорганизации предприятия.

2 этап — формирование системы факторов, определяющих изменение стоимости и разработка на их основе стратегий по увеличению стоимости. Все факторы с точки зрения управления можно разделить на внешние и внутренние (управляемые факторы). Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляция и т.д.) не означает, что их нельзя предвидеть и

минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды.

3 этап — разработка стратегий увеличения стоимости компании. Данный этап связан с разработкой системы совокупных показателей деятельности компании.

Для определения стратегий по увеличению стоимости на основе определения стоимости бизнеса предлагается разработать «сценарную модель деятельности предприятия», благодаря которой можно определить, как решения повлияют на стоимостную величину компании.

4 этап — анализ вклада подразделений в стоимость компании. На данном этапе следует учитывать, что оценка стоимости бизнеса охватывает все предприятия, принадлежащие субъекту предпринимательской деятельности (их может быть несколько) со всей совокупностью лежащих на нем прав и обязательств, с учетом имеющихся разрешений и лицензий. Одновременно необходимо выделять в качестве «бизнеса» отдельные направления деятельности компании, т.е. бизнес-линии или бизнес-единицы. Это означает, что предприятие обладает совокупностью нескольких бизнесов.

В последующем для каждой бизнес-единицы определяются решающие факторы стоимости и анализируются результаты их хозяйственной деятельности.

Основная цель данного этапа — выявить бизнес-единицы, «создающие» и «разрушающие» стоимость.

5 этап — периодическая оценка. Информация о результатах деятельности компании, рассматриваемая сквозь призму системы управления стоимостью через определенные промежутки времени. Для периодического сопоставления достигнутых результатов с целевыми

1 этап Определение точки отсчета – оценка рыночной стоимости предприятия Рассчитать ближайшую отчетную дату и стоимость фирмы, используя рыночный (фондовый) и доходный подходы.			
Внедрение системы оперативного контроля над стоимостью активов: 1. Анализ стоимости основных составляющих имущественного комплекса. 2. Детальный анализ активов фирмы, классифицировать их на группы: – активы, стоимость которых имеет решающее значение для компании; – активы с наибольшим потенциалом роста; – активы, которые достигли своего максимума отдачи и прибыльнее их реализовать, чем обладать ими. 3. Контроль деятельности персонала предприятия. 4. Использование для оперативного контроля показатели текущей и прогнозируемой рыночной цены актива, средней рентабельности и комплексности технологической информации.	2 этап Определение факторов стоимости компании	Подготовка кадров: 1. Регулярное повышение квалификации кадров, способных совершать расчеты и доводить оперативную оценку до заинтересованных лиц. 2. Создание команды компетентных сотрудников (работники служб, руководители подразделений и отделов и сотрудники финансовой службы), которые должны изучить суть концепции, основные подходы к управлению стоимостью фирмы, факторы собственности и на местах внедрить новую систему управления, активно управлять факторами.	
	3 этап Создание системы оценки оперативных и стратегических управленческих решений		Разработать систему факторов, оказывающих воздействие на рост стоимости фирмы, т.е. внешние и внутренние факторы 1. Выбрать эффективные инструменты для определения типа и меры воздействия того и иного решения на уровень благосостояния предприятия. 2. Проанализировать системы оценки на основе факторов стоимости.
	4 этап Анализ вклада подразделений в стоимость компании		1. Производство оценить как бизнес-единицы 2. Раскрыть бизнес-единицы, «создающие» и «разрушающие» стоимость. Для последних создать комплекс противодействующих мероприятий либо продать часть фирмы, закрыть компанию и распродать активы.
	5 этап Подготовка отчета с позиции управления стоимостью		
1. Осуществлять работу по максимизации информационной прозрачности предприятия. 2. Бизнес-информация должна быть доступна для акционеров и быть регулярным спутником промежуточных докладов для владельцев. 3. Использование концепции менеджмента стоимости позволяет не только получить результаты, но и поднимает имидж фирмы.			

Рис.9. Этапы внедрения механизма управления стоимостью на предприятии

индикаторами следует составить строгий календарный план анализа эффективности.

На рис.9 представлен вариант внедрения механизма управления стоимостью на предприятии. Указанная система должна быть самой динамичной подсистемой в составе системы управления предприятием, отражая ее соответствие стратегическим целям деятельности и состоянию внешней конкурентной среды, а также неразрывно связанной с процессом оценки бизнеса и отдельных его элементов.

Контрольные вопросы

1. Задачи управления стоимостью
2. Подходы к созданию стоимости бизнеса
3. Управление стоимостью предприятия средствами финансового менеджмента.
4. Движители стоимости
5. Систематизация параметров управления стоимостью предприятия

Глоссарий

Активы – совокупность вещей, принадлежащих лицу на праве собственности или в силу иного вещного права.

Аналог – объект, сходный или подобный оцениваемой недвижимости.

Балансовая стоимость предприятия – стоимость, рассчитанная по данным бухгалтерского учета о наличии и движении различных видов имущества предприятия. Она 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.

Внутренняя норма доходности – процентная ставка на вложенный капитал, при которой сумма текущих стоимостей доходов от инвестиций равна текущей стоимости инвестиционных затрат.

Денежный поток – совокупность распределенных во времени поступлений и выплат денежных средств предприятия. Денежный поток формируется за счет чистой прибыли, амортизационных отчислений и других периодических поступлений и выплат.

Дисконтирование – приведение к сопоставимому виду денежных сумм, возникающих в разные периоды времени.

Доходный подход – один из трех традиционных подходов к оценке бизнеса, включающий метод дисконтирования денежных потоков, основанный на определении текущей стоимости ожидаемых будущих доходов от предприятия, и метод прямой капитализации годового дохода.

Затратный (имущественный) подход – один из трех традиционных подходов к оценке имущества, включающий методы чистых активов и ликвидационной стоимости.

Инвестиции – вложения финансовых и материально-технических средств, как в пределах Российской Федерации, так и за рубежом с целью получения экономического (доход, прибыль), социального, экологического или политического эффекта.

Инвестиционная стоимость – стоимость объекта для конкретного инвестора, определяемая исходя из его доходности при заданных инвестиционных целях.

Интеллектуальная собственность – право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравнивание к ним средства индивидуализации юридического лица, продукции или услуг (фирменное наименование, товарный знак и т.п.).

Кадастровая оценка – совокупность административных и технических действий по установлению кадастровой стоимости объектов недвижимости для целей налогообложения в границах административно-территориального образования по оценочным зонам, выполненных на определенную дату.

Капитализация – процесс пересчета годового дохода, полученного от объекта, позволяющий определить стоимость последнего.

Контрольный пакет акций – часть акции предприятия, сосредоточенная в руках одного акционера. Он должен включать 50% акций плюс одна акция, дающих право голоса.

Коэффициент бета (β) – величина систематического риска при расчете ставки дисконтирования, основанном на колебаниях курса

акций оцениваемой компании относительно колебаний цен на фондовом рынке в целом.

Ликвидационная стоимость – расчетная величина, отражающая наиболее вероятную цену, по которой данный объект оценки может быть отчужден за срок экспозиции объекта оценки, меньший типичного срока экспозиции объекта оценки для рыночных условий, в условиях, когда продавец вынужден совершить сделку по отчуждению имущества.

Метод дисконтирования денежных потоков – определение стоимости объекта бизнеса на основе суммирования текущей стоимости будущего потока доходов от объекта в прогнозный период и текущей стоимости выручки от перепродажи объекта в послепрогнозный период.

Метод капитализации доходов – определение рыночной стоимости предприятия (бизнеса) путем деления величины годового дохода на соответствующую этому доходу ставку капитализации.

Метод компании-аналога (рынка капитала) – оценка стоимости неконтрольного пакета акций на основе информации о ценах акций сходных компаний, свободно обращающихся на рынке.

Метод кумулятивного построения – расчет ставки капитализации или дисконтирования, при котором к безрисковой процентной ставке прибавляются поправки (премии), учитывающие риск инвестирования в оцениваемое предприятие.

Метод сделок – оценка стоимости акционерных обществ на основе информации о ценах, по которым происходили покупка контрольного пакета акций или компании в целом, а также слияние и поглощение компаний.

Модель Гордона – формула оценки стоимости объекта бизнеса 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 – расчет ставки дисконтирования на основе показателей фондового рынка: безрисковой ставки дохода, коэффициента бета, среднерыночной доходности ценных бумаг с добавлением премий для малых предприятий и риск инвестирования в данное предприятие, страновой риск.

Мультипликатор (оценочный) - коэффициент, отражающий соотношение между ценой компании и ее финансовыми показателями («Цена/Прибыль», «Цена/Денежный поток», «Цена/Дивиденды», «Цена/Выручка от реализации»)

Объект оценки – движимое и недвижимое имущество, нематериальные и финансовые активы предприятия или бизнес в целом.

Оценка – систематизированный сбор и анализ экспертами рыночных и нормативных данных, необходимых для определения стоимости различных видов имущества (бизнеса) на основе действующего законодательства, государственных стандартов и требований этики оценщика.

Оценщик – специалист, обладающий высокой квалификацией, профессиональной подготовкой и опытом для оценки различных видов имущества (бизнеса).

Принцип замещения – означает, что при наличии определенного количества однородных (по полезности или доходности) объектов бизнеса самым высоким спросом будут пользоваться объекты с наименьшей ценой.

Принцип наиболее эффективного использования – означает, что из возможных вариантов использования объекта выбирается тот,

при котором наиболее полно реализуются функциональные возможности бизнеса с улучшениями.

Прогнозный период – период прогнозирования доходов от деятельности предприятия, за которым следует послепрогнозный период.

Риск – вероятность возможных потерь в виде появления непредвиденных расходов или неполучения доходов, предусмотренных прогнозом.

Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Сравнительный подход – подход, основанный на сравнении цен продаж сходных предприятий 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.

Факторы стоимости – относительные показатели, характеризующие эффективность экономической деятельности фирмы, которые влияют на рыночную капитализацию компании.

Физический износ – снижение полезности и стоимости имущества в результате потери его элементами своих первоначальных свойств под влиянием природного воздействия, неправильной эксплуатации, ошибок при проектировании и нарушений правил строительства.

Функциональный износ – снижение стоимости объекта недвижимости, обусловленное несоответствием конструктивных или планировочных решений, оборудования, качества выполненных работ требованиям современных рыночных стандартов.

Чистые активы – это разница между специальным образом скорректированными суммами активов и обязательств организации. Соответствует собственному капиталу компании.

Экономическая добавленная стоимость – показатель, который применяется для оценки эффективности деятельности предприятия с позиции его собственников, которые считают, что деятельность предприятия имеет для них положительный результат в случае, если предприятию удалось заработать больше, чем составляет доходность альтернативных вложений.

Экономический (внешний) износ – уменьшение стоимости объекта недвижимости в результате воздействия макроэкономических, отраслевых, региональных факторов, оказывающих негативное внешнее влияние, а также неблагоприятного изменения внешнего окружения объекта.

