

ОПОРНЫЙ КОНСПЕКТ ЛЕКЦИЙ

ОЦЕНКА БИЗНЕСА

Составитель: Якушев А.А.

Красноярск 2007

СОДЕРЖАНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
1. ЛЕКЦИЯ 1. ОРГАНИЗАЦИОННО-УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ И ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ	5
1.1. Органы управления и оценки.....	5
1.2. Правовые основы проведения анализа и оценки стоимости бизнеса.....	5
1.3. Стандарты оценки	8
1.4. Информационная база оценки	9
2. ЛЕКЦИЯ 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	10
2.1. Понятие и основные цели оценки стоимости предприятия	10
2.2. Виды стоимости предприятия.....	11
2.3. Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия.....	12
2.4. Основные принципы оценки стоимости предприятия	13
2.5. Этапы процесса оценки.....	15
2.6. Содержание отчета по оценке стоимости бизнеса	15
3. ЛЕКЦИЯ 3. МЕТОДОЛОГИЯ ДОХОДНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА	16
3.1. Остаточная текущая стоимость бизнеса (общий случай)	17
3.2. Чистая текущая стоимость вновь начинаемого бизнеса	18
3.3. Формула Фишера	19
4. ЛЕКЦИЯ 4. УЧЕТ РИСКОВ БИЗНЕСА	21
4.1. Учет рисков бизнеса посредством повышения ставки дисконта по оцениваемому бизнесу.....	21
4.2. Модель оценки капитальных активов	22
4.3. Метод кумулятивного построения ставки дисконта.....	25
4.4. Прочие методы определения ставки дисконта, учитывающей риски бизнеса.....	26
5. ЛЕКЦИЯ 5. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА. МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ НЕОПРЕДЕЛЕННО ДЛИТЕЛЬНОГО ПОСТОЯННОГО ДОХОДА. КАПИТАЛИЗАЦИЯ ПОСТОЯННОГО ДОХОДА, ПОЛУЧАЕМОГО В ТЕЧЕНИЕ ОГРАНИЧЕННОГО СРОКА.....	27
5.1. Метод дисконтированного денежного потока.....	27
5.2. Метод капитализации неопределенно длительного постоянного дохода ..	30
5.3. Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного срока	30
6. ЛЕКЦИЯ 6. РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	33
6.1. Методология рыночного подхода к оценке бизнеса.....	33
6.2. Метод рынка капитала	34
6.3. Метод сделок.....	37
6.4. Метод отраслевой специфики.....	38
7. ЛЕКЦИЯ 7. МЕТОДОЛОГИЯ ЗАТРАТНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА.....	39
8. ЛЕКЦИЯ 8. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ.....	45
8.1. Применение доходного подхода	45

8.2. Применение сравнительного подхода.....	46
8.3. Применение затратного подхода.....	47
9. ЛЕКЦИЯ 9. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ.....	51
9.1. Применение затратного подхода.....	51
9.2. Применение сравнительного подхода.....	54
9.3. Применение доходного подхода.....	56
10. ЛЕКЦИЯ 10. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ (ЧАСТЬ 1).....	57
11. ЛЕКЦИЯ 11. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ (ЧАСТЬ 2).....	63
11.1. Применение доходного подхода.....	63
11.2. Применение затратного подхода.....	66
11.3. Применение сравнительного подхода.....	67
11.4. Оценка стоимости товарного знака.....	67
12. ЛЕКЦИЯ 12. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ.....	69
13. ЛЕКЦИЯ 13. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ.....	74
14. ЛЕКЦИЯ 14. ОЦЕНКА ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ.....	78
14.1. Определение ликвидационной стоимости предприятия при коротком сроке его ликвидации.....	78
14.2. Оценка ликвидируемого предприятия при длительном сроке его ликвидации.....	79
15. ЛЕКЦИЯ 15. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА, ОСНОВАННЫЕ НА КОНЦЕПЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ.....	84
15.1. Концепция управления стоимостью. Факторы и показатели стоимости.....	84
15.2. Сущность и применение показателя экономической добавленной стоимости (EVA).....	85
15.3. Сущность и применение показателя акционерной добавленной стоимости (SVA).....	87
16. ЛЕКЦИЯ 16. ОПЦИОННЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ БИЗНЕСА.....	90
16.1. Основные типы реальных опционов.....	90
16.2. Различия метода реальных опционов и метода дисконтированных денежных потоков.....	92
16.3. Алгоритм расчета различных показателей при использовании опционного метода оценки бизнеса.....	93
16.4. Преимущества и недостатки опционного метода.....	94
17. ЛЕКЦИЯ 17. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ.....	95
17.1. Стратегии управления стоимостью предприятия.....	95
17.2. Корпоративное регулирование.....	96
17.3. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации.....	100
18. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ.....	101

ВВЕДЕНИЕ

По мере развития рыночных отношений потребность в оценке бизнеса постоянно возрастает. Согласно Федеральному закону «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» оценка объектов собственности (объектов, принадлежащих полностью или частично Российской Федерации субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям) является обязательной при приватизации, передаче в доверительное управление либо в аренду, продаже, национализации, выкупе, ипотечном кредитовании, передаче в качестве вклада в уставные капиталы.

Оценка бизнеса позволяет оценить рыночную стоимость собственного (уставного) капитала закрытых предприятий или открытых акционерных обществ с недостаточно ликвидными акциями. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» в ряде случаев должна проводиться оценка рыночной стоимости акционерного капитала независимыми оценщиками. Например, эта процедура предусмотрена при дополнительной эмиссии, выкупе акций и т.д.

Возрастает потребность в оценке бизнеса при инвестировании, кредитовании, страховании, исчислении налогооблагаемой базы. Оценка бизнеса необходима для выбора обоснованного направления реструктуризации предприятия. В процессе оценки бизнеса выявляются возможные подходы к управлению предприятием и определяется, какой из них обеспечит предприятию максимальную эффективность, а следовательно, и более высокую рыночную цену, что и выступает основной целью собственников и задачей менеджеров фирм в рыночной экономике.

Переход к рыночной экономике в России привел к появлению новой профессии, утвержденной Министерством труда РФ - эксперт-оценщик. В связи с растущими потребностями в новом виде услуг разрабатываются законодательные и методические основы оценочной деятельности, Правительством РФ утверждены стандарты оценки. Оценочные дисциплины вводятся в учебные планы ведущих экономических учебных заведений.

Цель опорного конспекта лекций - формирование теоретических, методических и практических подходов к оценке бизнеса как самостоятельной дисциплины.

Конспект лекций раскрывает 17 основных тем лекционных занятий по дисциплине «Оценка бизнеса».

1. ЛЕКЦИЯ 1. ОРГАНИЗАЦИОННО-УПРАВЛЕНЧЕСКИЕ И ПРАВОВЫЕ АСПЕКТЫ ОЦЕНОЧНОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

1.1. Органы управления и оценки

Во всех странах с рыночной экономикой существуют и активно функционируют общественные организации оценщиков. Например, в США сейчас действуют 32 такие организации. Наиболее известные из них это Фонд оценки и Институт оценки США, в которых насчитывается примерно 40 000 специалистов. Большой известностью за рубежом пользуются Американское общество оценщиков и Национальная ассоциация магистров оценки. Во Франции - это Ассоциация лицензированных экспертов по оценке для страхования, в Германии – Ассоциация общественных экспертов и т. д.

Со становлением профессии оценщиков в России также образовались различные общественные организации оценщиков. Это, в первую очередь, Российское общество оценщиков (создано в 1993 г.), Санкт-Петербургское общество оценщиков, Межрегиональное общество экспертов-оценщиков, Московское общество оценщиков, Московское областное общество оценщиков и др. В 1996 г. появилась Национальная коллегия оценщиков, в которую входят юридические лица и предприятия.

Главные задачи обществ оценщиков состоят в контроле над деятельностью своих членов и лоббировании своих интересов в законодательных и исполнительных органах государства.

Для контроля над деятельностью оценщиков в большинстве стран с рыночной экономикой предусмотрена система сертификации и лицензирования, как со стороны государства, так и со стороны обществ оценщиков.

1.2. Правовые основы проведения анализа и оценки стоимости бизнеса

Рыночная оценка имущества осуществляется в соответствии с Федеральным законом Российской Федерации «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ.

Законодательство, регулирующее оценочную деятельность в РФ, состоит из названного закона, иных федеральных законов и нормативных правовых актов РФ и ее субъектов, а также из международных договоров РФ. Субъекты РФ регулируют оценочную деятельность в соответствии с федеральным законом.

В законе «Об оценочной деятельности в РФ» дано определение оценочной деятельности. Под ней понимаются действия субъектов оценочной деятельности, направленные на установление в отношении объектов оценки рыночной или иной стоимости. Рыночная стоимость определяется как 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 сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства.

Основанием для проведения оценки является договор между оценщиком и заказчиком. Если в договоре об оценке объекта не определен конкретный вид стоимости, установлению подлежит именно рыночная стоимость данного объекта. Договор заключается в письменной форме и не требует нотариального удостоверения. Законом установлен ряд требований к оценщику, среди которых:

- членство оценщика в одной из саморегулируемых организаций оценщиков;
- своевременное составление в письменной форме и передача заказчику отчета об оценке объекта;
- неразглашение конфиденциальной информации, полученной от заказчика;
- независимость оценщика, т. е. отсутствие у оценщика в отношении объекта оценки вещных прав или обязательств вне договора. Также оценщик не должен являться учредителем, собственником, акционером или должностным лицом юридического лица либо заказчиком или физическим лицом, имеющим имущественный интерес в объекте оценки;
- наличие договора о страховании гражданской ответственности оценщика и др.

Данным законом для РФ, субъектов РФ, муниципальных образований, физических и юридических лиц, установлено безусловное право на проведение оценки любых принадлежащих им объектов независимо от установленного порядка статистического учета, бухгалтерского учета и отчетности. Проведение оценки объектов является обязательным в случае вовлечения в сделку объектов оценки, принадлежащих полностью или частично РФ, субъектам РФ либо муниципальным образованиям.

Не обязательно, но возможно проведение оценки и в других целях, например с целью отражения в отчетности; купли-продажи, мены, иного отчуждения; проведения конкурсов, аукционов, торгов; аренды, доверительного управления, лизинга; залога; раздела, наследования, дарения; страхования; исчисления налогов, пошлин, сборов; выкупа, конфискации, изъятия; ликвидации; разрешения имущественных споров; передачи прав собственности; переуступки долговых обязательств; внесения имущества в уставный капитал; определения доли имущественных прав; передачи в доверительное управление; инвестиционного проектирования; коммерческой концессии; возмещения ущерба; хранения; составления брачного контракта и др.

Закон № 144-ФЗ от 8 июля 1999 г. «О реструктуризации кредитных организаций», регулирующий порядок и условия осуществления мероприятий по реструктуризации кредитных организаций с целью преодоления их финансовой неустойчивости и восстановления платежеспособности либо для осуществления процедуры ликвидации, устанавливает процедуру привлечения независимого оценщика (ст. 18) для оценки стоимости активов кредитной организации, выставляемых на продажу специализированным Агентством по реструктуризации.

Закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ регулирует порядок и условия осуществления мер по предупреждению несостоятельности (банкротства), проведения внешнего управления и конкурсного производства и иные отношения, возникающие при неспособности должника удовлетворить в полном объеме требования кредиторов. В соответствии со ст. 102 данного Закона, в ходе конкурсного производства конкурсный управляющий осуществляет инвентаризацию и оценку имущества должника. Для осуществления указанной деятельности конкурсный управляющий вправе привлекать оценщиков и иных специалистов с оплатой их услуг за счет имущества должника, если иное не установлено собранием кредиторов или комитетом кредиторов. В случае если имуществом должника, подлежащим продаже в ходе конкурсного производства, является недвижимость, указанное имущество оценивается до продажи с привлечением независимого оценщика (ч. 2, ст. 102).

Закон «Об обществах с ограниченной ответственностью» от 8 февраля 1998 г. № 14-ФЗ определяет порядок привлечения независимого оценщика для оценки вклада в уставный капитал общества в случае, если его номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости), оплачиваемая неденежным вкладом, составляет более двухсот МРОТ (ч. 2, ст. 15). Номинальная стоимость (увеличение номинальной стоимости) доли участника общества в уставном капитале, оплачиваемой таким неденежным вкладом, не может превышать сумму оценки указанного вклада, определенную независимым оценщиком. В случае внесения в уставный капитал общества неденежных вкладов участники общества и независимый оценщик в течение трех лет с момента государственной регистрации общества или соответствующих изменений в уставе общества солидарно несут при недостаточности имущества общества субсидиарную ответственность по его обязательствам в размере превышения стоимости неденежных вкладов.

Аналогичная норма содержится в законе «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ, определяющем порядок создания и правовое положение акционерных обществ. В соответствии со ст. 34 Закона акции общества при его учреждении должны быть полностью оплачены в течение срока, определенного уставом общества. Денежная оценка имущества, вносимого в оплату акций при учреждении общества, производится по соглашению между учредителями. Если номинальная стоимость приобретаемых таким способом акций и иных ценных бумаг общества составляет более двухсот МРОТ, то необходима денежная оценка независимым оценщиком (аудитором) имущества, вносимого в оплату акций и иных ценных бумаг общества.

Для определения рыночной стоимости имущества акционерного общества может быть привлечен независимый оценщик (аудитор) (ч. 3, ст. 77 Закона). Привлечение независимого оценщика (аудитора) для определения рыночной стоимости имущества является обязательным в случае выкупа обществом у акционеров принадлежащих им акций.

Закон РФ «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г.

№ 75-ФЗ. В соответствии с п. 6 ст. 25 данного Закона, при размещении пенсионных резервов в недвижимое имущество фонд обязан представлять государственному уполномоченному органу данные об оценке объекта недвижимого имущества, проведенной независимым оценщиком, имеющим разрешение (лицензию) на осуществление данного вида деятельности в соответствии с требованиями, установленными законодательством Российской Федерации.

Закон «Об ипотеке (залоге недвижимости)» от 16 июля 1998 г. № 102-ФЗ регулирует отношения, возникающие из договора залога недвижимости. Ст. 9 Закона определяет содержание договора об ипотеке, т. е. его существенные условия. В договоре об ипотеке должны быть указаны предмет ипотеки, его оценка, существо, размер и срок исполнения обязательства, обеспечиваемого ипотекой (ч. 1, ст. 9). Оценка предмета ипотеки определяется в соответствии с законодательством РФ по соглашению залогодателя с залогодержателем и указывается в договоре об ипотеке в денежном выражении. При ипотеке государственного и муниципального имущества его оценка осуществляется в соответствии с требованиями, установленными федеральным законом, или в определенном им порядке. Стороны договора об ипотеке могут поручить оценку предмета ипотеки независимой профессиональной организации (ч. 3, ст. 9).

Отметим, что в ст. 8 Закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» предусмотрена обязательность проведения оценки объектов оценки, принадлежащих Российской Федерации, субъектам Российской Федерации либо муниципальным образованиям, при их использовании в качестве предмета залога, а также при ипотечном кредитовании физических лиц и юридических лиц в случаях возникновения споров о величине стоимости предмета ипотеки.

Субъекты РФ также в своих нормативных правовых актах обращаются к деятельности оценщиков.

Кроме законодательства, регулирующего оценочную деятельность, особое внимание у оценщиков вызывает законодательство, регулирующее право собственности и другие вещные права, отдельные виды обязательств и имущественные отношения относительно объектов оценки.

Основой такого законодательства служит Гражданский кодекс Российской Федерации, другие законодательные и нормативные акты, в том числе по приватизации, банкротству, аренде, залогу, ипотеке, доверительному управлению и пр.

1.3. Стандарты оценки

Оценочная деятельность в Российской Федерации за последние годы достигла вполне конкретных и значимых результатов. Анализ текущего состояния и перспектив отечественной практики показывает, что ближайшие годы должны характеризоваться углублением качественной стороны оценочной деятельности. В частности, первоочередной задачей является стандартизация всех аспектов оценочной деятельности с учетом обеспечения ее соот-

ветствия международным требованиям и потребностям отечественного рынка, идущего по пути интеграции в мировую экономику. Зарубежный опыт свидетельствует о сложности и трудоемкости процедуры разработки и согласования стандартов оценки, так как они затрагивают множество смежных областей деятельности – бухгалтерский учет, аудит, ипотечное кредитование, страхование, налогообложение и т. д.

Российское общество оценщиков с 1994 г. является ассоциированным членом Европейской группы ассоциаций оценщиков (TEGOVA) и может использовать европейские стандарты оценки для разработки собственных стандартов и общероссийских стандартов (ГОСТ Р).

На сегодняшний день российские оценщики используют в качестве основных стандарты оценки, утвержденные Постановлением Правительства РФ от 6 июля 2001 г. №519 «Об утверждении стандартов оценки».

1.4. Информационная база оценки

Информационное обеспечение – основа процесса оценки бизнеса. Без предварительного анализа объемов необходимой информации, источников ее получения и затрат (финансовых, трудовых) невозможно правильно составить график проведения оценки, определить методику проведения работ и сформировать бюджет проекта.

Классификация информации:

- *по источникам*: полученная на рынке; полученная в оцениваемой компании;
- *по типу*: юридическая, финансовая, техническая, коммерческая;
- *по масштабам*: общеэкономическая, отраслевая, об отдельном предприятии и его подразделениях.

Основными источниками информации по факторам макроэкономического риска являются:

- программы правительства;
- аналитические обзоры информационных агентств (ВЕДИ, МИГ, Альфа Капитал, Финмаркет и др.);
- данные Государственного комитета по статистике;
- информационные отраслевые бюллетени, например, Российский нефтяной бюллетень и т. п.

Источниками информации по рынкам сбыта, спросу, условиям конкуренции служат:

- данные отдела маркетинга оцениваемого предприятия;
- данные Росстата;
- отраслевые информационные издания;
- фирмы-дилеры;
- таможенное управление;
- бизнес-план и т. п.

Особое внимание эксперт-оценщик должен уделять информации о загрязнении окружающей среды, производимом оцениваемым предприятием.

2. ЛЕКЦИЯ 2. МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ ОСНОВЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

2.1. Понятие и основные цели оценки стоимости предприятия

Бизнес – это предпринимательская деятельность, направленная на производство и реализацию товаров, услуг, ценных бумаг, денег или других видов разрешенной законом деятельности с целью получения прибыли. Для достижения такой цели должно быть создано предприятие.

Оценка бизнеса является функцией (деятельностью), которую в разных ситуациях часто приходится осуществлять в рыночной экономике.

Предмет оценки бизнеса понимается двояко.

Первое его понимание сводится к традиционному сейчас в нашей стране пониманию оценки бизнеса как оценки фирмы в качестве юридического лица. При таком подходе характерно отождествление оценки бизнеса фирм с оценкой имущества этих фирм.

Второе – и наиболее распространенное в мире – понимание оценки бизнеса заключается в том, чтобы выяснить, сколько стоят не фирмы, зарабатывающие те или иные доходы, а права собственности, технологии, конкурентные преимущества и активы, материальные и нематериальные, которые дают возможность зарабатывать данные доходы. Причем эти права, технологии и активы могут принадлежать не юридическим, а физическим лицам. Это не лишает такие права привлекательности в качестве объектов купли-продажи на рынке. Следовательно, актуальной остается проблема их оценки.

Особенности бизнеса как товара:

- 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 не известен, имеет вероятностный характер, поэтому инвестору приходится учитывать риск возможной неудачи. Текущая стоимость будущих доходов, которые может получить собственник, представляет собой верхний предел рыночной цены со стороны покупателя;

- бизнес является системой, но продаваться может как вся система в целом, так и отдельные ее подсистемы и даже элементы;

- потребность в этом товаре 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;

- 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.

Оценку бизнеса проводят в целях: повышения эффективности текущего управления предприятием; определения стоимости ценных бумаг в случае купли-продажи акций предприятий на фондовом рынке; определения стоимости предприятия в случае его купли-продажи целиком или по частям; реструктуризации предприятия (ликвидация, слияния, поглощения либо выделения самостоятельных предприятий из состава холдинга); разработки стратегического плана развития предприятия; определения кредитоспособности предприятия и стоимости залога при кредитовании; страхования, в процессе которого возникает необходимость определения стоимости активов в преддверии потерь; налогообложения; принятия обоснованных управленческих решений. Инфляция искажает финансовую отчетность предприятия, поэтому необходима периодическая переоценка имущества предприятия; осуществления инвестиционного проекта развития бизнеса.

Если же объектом сделки купли-продажи, кредитования, страхования, аренды или лизинга, внесения пая является какой-либо элемент имущества предприятия, а также если определяется налог на имущество и т. п., то отдельно оценивается необходимый объект, например недвижимость, машины и оборудование, нематериальные активы.

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

2.2. Виды стоимости предприятия

Рыночная стоимость. Рыночная стоимость – наиболее вероятная цена, по которой данный объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, если стороны действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, и при условии, что на величине сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства, т. е. когда:

- 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 открытый рынок в форме публичной оферты;
- 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.

Инвестиционная стоимость предполагает оценку стоимости предприятия для конкретного инвестора или группы инвесторов.

Стоимость воспроизводства – это затраты на воспроизводство точной копии предприятия или другого актива, даже если есть более экономичные аналоги.

Стоимость замещения – это затраты на создание предприятия, имеющего с оцениваемым эквивалентную полезность, но построенного в новом архитектурном стиле, с использованием современных и прогрессивных материалов, конструкций, оборудования. Этот вид стоимости широко используется в сфере страхования.

Ликвидационная стоимость, или стоимость при вынужденной продаже, – это денежная сумма, которая реально может быть получена от продажи собственности в сроки, слишком короткие для проведения адекватного маркетинга в соответствии с определением рыночной стоимости.

Залоговая стоимость – оценка предприятия по рыночной стоимости для целей ипотечного кредитования.

Балансовая стоимость – затраты на строительство или приобретение объекта собственности. Балансовая стоимость бывает первоначальной и восстановительной. *Первоначальная стоимость* отражается в бухгалтерских документах на момент ввода в эксплуатацию. *Восстановительная стоимость* – это стоимость воспроизводства ранее созданных основных средств в современных условиях; определяется в процессе переоценки основных фондов.

2.3. Факторы, влияющие на оценку стоимости предприятия

Важнейшей совокупностью факторов, влияющих на стоимость предприятия, являются факторы со стороны спроса. Спрос определяется предпочтениями потребителей, которые, в первую очередь, зависят от полезности товара, т. е. его будущих прибылей, времени их получения, степени риска, с которым сопряжено их получение; возможности присвоения и, при необходимости, перепродажи.

Прибыль, которую может получить собственник от реализации предприятия, зависит от характера его операционной деятельности, определяемой соотношением доходов и расходов, и возможности получить прибыль от самой продажи данного предприятия.

На доход предприятия влияют объем продаж и цены реализации, которые также зависят от платежеспособности спроса и его эластичности. Эластичность спроса определяется отраслевой принадлежностью продукции и наличием товаров-заменителей и дополняющих товаров. На цены оказывают влияние также уровень конкуренции на рынке, степень монополизации рынка и доля оцениваемого предприятия на нем. На величину платежеспособного спроса влияют уровень доходов потребителей, состояние экономики, прогноз на будущее. Спрос на продукцию зависит от стадии его жизненного цикла.

На величину выручки влияет качество продукции, определяемое состоянием активов предприятия и технологией производства.

Объем сбыта предприятия ограничивается его производственными

мощностями, и при их недостатке для того, чтобы предприятие вышло на возможный с точки зрения потребностей рынка сбыт, нужны дополнительные инвестиции в расширение производственных мощностей.

Расходы предприятия зависят от того, что и как производит предприятие, какова потребность предприятия в факторах производства, их цены и условия оплаты.

Одним из важнейших факторов, влияющих на рыночную стоимость предприятия, является *степень контроля*, которую получает новый собственник. Предприятие может быть куплено в индивидуальную частную собственность или приобретается контрольный пакет акций. В первом случае рыночная цена будет выше, чем во втором.

Другим важным фактором, определяющим рыночную цену, является *ликвидность собственности*. Рынок предполагает премию за активы, которые могут быть быстро обращены в деньги с минимальным риском потери стоимости.

Стоимость акций ликвидных предприятий (а значит, и стоимость самих предприятий), как правило, выше, чем акций неликвидных. С этим положением связано правило: акции открытых акционерных обществ стоят выше акций закрытых. Разница порой весьма значительна (35-50%), что обусловлено многими причинами, в том числе и большими затратами на публичное размещение акций.

Рыночная цена реагирует на любые ограничения, которые имеет бизнес.

Стоимость предприятия в значительной степени зависит от квалификации управленческого персонала.

Отсутствие вертикальной производственной интеграции значительно влияет на стабильность функционирования предприятия.

Наличие научной базы, масштабы и качество активов, в том числе прогрессивность и изношенность машин и оборудования, также влияют на стоимость предприятий, что следует учесть при его оценке.

И, конечно же, рыночная цена предприятия зависит от того, каковы перспективы предприятия: будет ли оно развиваться, или будет закрыто в силу своей неэффективности. При определении рыночной цены предприятия учитывается только та часть его капитала, которая может приносить доходы в той или иной форме в будущем. Поэтому анализ рыночной конъюнктуры при оценке бизнеса имеет существенное значение.

2.4. Основные принципы оценки стоимости предприятия

В результате обобщения опыта экспертов-оценщиков сформулированы три группы принципов, связанных с: представлением владельца об имуществе; рыночной средой; эксплуатацией имущества.

Принципы, связанные с представлением владельца об имуществе

Принцип полезности гласит, что предприятие обладает стоимостью, если

оно может быть полезным потенциальному владельцу, т. е. предназначено для производства определенного вида продукции, ее реализации и получения прибыли.

Принцип замещения означает, что разумный покупатель не заплатит за предприятие больше, чем наименьшая цена, запрашиваемая за другое аналогичное предприятие с такой же степенью полезности.

Принцип ожидания, т. е. ожидание будущей прибыли или других выгод, которые могут быть получены в будущем от использования имущества предприятия, а также размера денежных средств от его перепродажи.

Принципы, связанные с рыночной средой

Зависимость. Стоимость предприятия зависит от множества факторов. Но и само оцениваемое предприятие влияет на стоимость окружающих объектов недвижимости и других предприятий, находящихся в данном регионе.

Соответствие. Любое предприятие должно соответствовать рыночным и градостроительным стандартам, действующим в данном регионе, а проекты предприятий – общепринятым традициям использования земельных участков в данном районе.

Предложение и спрос. Обычно спрос оказывает на цену предприятия большее влияние, чем предложение, так как он более изменчив.

Конкуренция. Это соревнование предпринимателей в получении прибыли; она обостряется в тех сферах экономики, где намечается рост прибыли, ведет к росту предложения и снижению массы прибыли.

Изменение. Ситуация на рынке постоянно изменяется. Поэтому эксперты-оценщики должны проводить оценку стоимости предприятия на конкретную дату.

Принципы, связанные с эксплуатацией имущества

Остаточная продуктивность земельного участка. Земля имеет «остаточную стоимость», т. е. компенсируется тогда, когда есть остаток дохода после оплаты воспроизводства всех других факторов производства.

Вклад – это сумма, на которую увеличивается или уменьшается стоимость предприятия, вследствие наличия или отсутствия какого-либо улучшения или дополнения к действующим факторам производства.

Возрастающая или уменьшающаяся отдача. Данный принцип гласит: по мере добавления ресурсов к основным факторам производства чистая прибыль имеет тенденцию увеличиваться растущими темпами до определенного момента, после которого общая отдача хотя и растет, но замедляющимися темпами. Это замедление происходит до тех пор, пока прирост стоимости не становится меньше, чем прирост затрат на добавленные ресурсы.

Сбалансированность (пропорциональность) предприятия. Данный принцип означает, что любому виду производства соответствуют оптимальные сочетания факторов производства, при которых достигается максималь-

ная прибыль, а значит, и максимальная стоимость предприятия.

Оптимальный размер (масштаб). Данный принцип (может относиться к любому фактору производства) гласит: любой фактор производства должен иметь оптимальные размеры — будь то само предприятие, его отдельные производства либо участок земли, на котором находится предприятие.

Экономическое разделение и соединение имущественных прав собственности. Имущественные права следует разделять и соединять так, чтобы увеличить общую стоимость предприятия.

Принцип наилучшего и наиболее эффективного использования – это основной принцип оценки, означающий разумное и возможное использование предприятия, обеспечивающее ему наивысшую текущую стоимость на эффективную дату оценки, или то использование, выбранное из разумных и возможных альтернативных вариантов, которое приводит к наивысшей стоимости земельного участка, на котором находится предприятие. Данный принцип – синтез всех трех групп рассмотренных выше принципов.

2.5. Этапы процесса оценки

1. Определение проблемы.
2. Предварительный осмотр предприятия и заключение договора на оценку.
3. Сбор и анализ информации.
4. Анализ конъюнктуры рынка.
5. Выбор методов оценки и их применение для оценки анализируемого объекта.
6. Согласование результатов, полученных с помощью различных подходов.
7. Подготовка отчета и заключения об оценке.
8. Доклад об оценке.

2.6. Содержание отчета по оценке стоимости бизнеса

1. Введение.
2. Описание макроэкономических параметров.
3. Характеристика отрасли.
4. Описание предприятия, его финансовое и технико-экономическое состояние.
5. Исследование данных по сопоставимым предприятиям.
6. Выбор и применение методов оценки.
7. Заключение по оценке.
8. Приложение.

3. ЛЕКЦИЯ 3. МЕТОДОЛОГИЯ ДОХОДНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Доходный подход к оценке бизнеса состоит в том, чтобы определять стоимость предприятия на основе доходов, которые оно способно в будущем принести собственнику, включая выручку от продажи имущества («нефункциональных» или «избыточных» активов), которое не понадобится для получения этих доходов.

Будущие чистые доходы предприятия оцениваются и суммируются с учетом времени их появления. Стоимость «нефункциональных» активов учитывается на уровне их рыночной стоимости – точнее, как вероятная цена их срочной продажи.

Капиталовложения, сделанные ранее в бизнес прежним владельцем не имеют отношения к цене бизнеса.

Применяя доходный подход, оценивают стоимость бизнеса в представлении того инвестора, который имеет или будет иметь стопроцентный контроль над данным предприятием. Объясняется это тем, что оценивать предприятие по его будущим чистым доходам разумно лишь для того, кто в состоянии в любых (стандартных, в виде дивидендов и роста рыночной стоимости акций, или нестандартных – но законных, например, посредством взятия инвестором на себя сбыта наиболее выгодной продукции предприятия) формах изъять с предприятия зарабатываемые им доходы.

Прогнозируемые доходы предприятия могут учитываться в виде:

- бухгалтерских прибылей (убытков);
- денежных потоков.

Наиболее точные анализ будущих доходов и оценка предприятия имеют место, когда будущие доходы выражаются в показателях денежных потоков.

Доходный подход является основным для оценки рыночной стоимости действующих предприятий, которые и после их перепродажи новым владельцам последними не планируется закрывать (ликвидировать).

Он предполагает рассмотрение оцениваемого предприятия в качестве так называемой бизнес-линии, если предприятие выпускает только одну продукцию, или совокупности бизнес-линий, если предприятие является диверсифицированным.

Бизнес-линия представляет собой совокупность: 1) сбытовых (по реализуемому продукту) и закупочных (по покупным ресурсам для него) линий, имеющихся у предприятия (контрактов на сбыт и закупки); 2) доступных ему технологий выпуска продукта; 3) имущества, необходимого для ведения бизнеса; 4) обученного персонала, право на наем которого как-либо закреплено за предприятием.

Бизнес-линия может быть представлена и как находящийся на определенной своей стадии инвестиционный проект предприятия, который предполагал ранее или еще будет предполагать в дальнейшем капиталовложения. Отдачей с этих капиталовложений выступают тогда чистые до-

ходы предприятия, возникающие в связи с продажами продукции.

Оценка предприятия (бизнеса) сводится к оценке его бизнес-линии (бизнес-линий), осуществляемой на основе суммирования чистых доходов с учетом фактора времени, получаемых предприятием за остаточный срок полезной жизни бизнеса и которые смогут изъять его акционеры.

3.1. Остаточная текущая стоимость бизнеса (общий случай)

Любая бизнес-линия (продуктовая линия, продукт) имеет свой жизненный цикл. Полный такой цикл включает в себя стадии: создания продукта; его освоения; роста выпуска и продаж продукта; «зрелости продукта»; «упадка» или уменьшения продаж и прибыльности продукта (вследствие исчерпания резерва совершенствования применяемых технологий и качества продукции).

Завершение жизненного цикла продукта, когда предприятие прекращает выпуск продукта или операции с ним, наступает с окончанием так называемого полезного срока жизни продукта. В нормальном случае этот момент приходится на достаточно далеко продвинутую стадию уменьшения продаж или прибыльности продукта – однако в это время продукт еще не успевает стать убыточным. В экономически ненормальных случаях предприятие завершает операции с продуктом уже после того, как вынуждено было в течение некоторого периода выпускать ставший убыточным продукт.

Нормальность или ненормальность жизненного цикла продукта на предприятии связано с тем, позаботилось ли предприятие своевременно начать подготовку и освоение еще более нового коммерчески перспективного продукта тогда, когда выявилась тенденция замедления продаж продукта.

Остаточный срок полезной жизни бизнеса (n), в котором реализуется проект по выпуску профильного для предприятия продукта, представляет собой время, остающееся до завершения жизненного цикла этого продукта (проекта по его выпуску) на момент оценки выпускающего его предприятия.

Таким образом, остаточная текущая стоимость бизнеса в общем случае определяется по формуле:

$$PV_{\text{ост}} = \sum_{t=1}^n PV(A_t),$$

где $PV(A_t)$ – текущая стоимость будущих доходов в период времени t ($t = 1, \dots, n$).

Остаточная текущая стоимость бизнеса может рассчитываться:

1) На настоящий момент времени, когда предприятие уже реализовало часть жизненного цикла ранее начатого инвестиционного проекта (бизнеса). Год с номером $t = 0$ – это год проведения оценки.

2) На будущий момент времени, к наступлению которого, как ожидается, предприятие уже пройдет часть стадий реализуемого им инвестиционного проекта (бизнеса) - соответственно остаточный период жизни бизнеса, в котором ожидаются доходы, учитываемые при оценке его прогнозной стоимости (по состоянию на будущий текущий момент), в данном случае начинается после завершения вводимого в анализ прогнозного периода, т.е. периода, разделяющего настоящий момент (год, квартал или месяц проведения оценки) и будущий момент (год квартал или месяц), по состоянию на который прогнозируется остаточная стоимость бизнеса; при анализе годовых доходов нумерация периодов по оси t такова, что: год с номером $t = 0$ - это год проведения оценки; год с номером $t_{\text{кпп}}$ - последний год прогнозного периода, для которого пытаются оценить, сколько будет стоить предприятие, если оно станет реализовывать планируемый инвестиционный проект; год с номером $t = t_{\text{кпп}} + 1$ - это первый год остаточного периода полезной жизни бизнеса.

Особенно интересен второй случай. В оценке бизнеса он возникает тогда, когда необходимо определить, насколько изменится рыночная стоимость предприятия, если предприятие продолжит или начнет реализацию того или иного рассматриваемого инвестиционного проекта, по которому представлен бизнес-план (из него и видны ожидаемые по проекту доходы). Подобная необходимость обычно связана с принятием следующих решений:

- о финансовом оздоровлении предприятия на основе представленного бизнес-плана финансового оздоровления;
- о приобретении бизнесов (или долевых частей в них) в расчете на рост их рыночной стоимости, который иногда и надо прогнозировать;
- о планировании привлечения средств от выпуска в будущем новых акций, реальная для размещения которых на рынке эмиссионная стоимость должна определяться прогнозом рыночной стоимости предприятия-эмитента на момент эмиссии.

Заметим, что для оценки прогнозируемой текущей остаточной стоимости бизнеса все ожидаемые с него доходы по фактору времени приводятся (дисконтируются) не на момент оценки, а на конец прогнозного периода, который и является здесь будущим текущим моментом.

Для оценки бизнеса несущественно, какие затраты понесло предприятие (владелец предприятия) до того момента, по состоянию на который (на сегодня или на будущее) оценивается бизнес. Действует принцип: любой потенциальный покупатель бизнеса не заплатит за него больше, чем возможный доход от деятельности приобретенного предприятия за все время, пока его бизнес еще может продолжаться.

3.2. Чистая текущая стоимость вновь начинаемого бизнеса

Если оценивается вновь начинаемый бизнес (предлагаемый к финан-

сированию инвестиционный проект), для которого у предприятия есть какое-либо уникальное для данного проекта имущество (в том числе нематериальные активы в виде ноу-хау или других конкурентных преимуществ), то стоимость этого бизнеса (прав на осуществление проекта) в момент учреждения предприятия для его реализации (цена покупки всех материальных и нематериальных активов, необходимых для осуществления предлагаемого бизнеса) оценивается показателем чистой текущей стоимости (net present value) рассматриваемого реального для освоения бизнеса (инвестиционного проекта).

Чистая текущая стоимость реального для освоения нового бизнеса (инвестиционного проекта) представляет собой частный случай остаточной текущей стоимости такого бизнеса, который еще не начат, но может быть начат. Остаточный период бизнеса в этом случае совпадает с длительностью всего жизненного цикла предлагаемого к финансированию инвестиционного проекта.

Будучи максимально приемлемой для любого потенциального покупателя ценой прав и имущества, позволяющих освоить новый бизнес, чистая текущая стоимость реального для предприятия бизнеса (проекта) показывает, насколько больше за тот же срок, на который необходимо отвлечь из оборота средства для данного бизнеса, можно на этом бизнесе (инвестиционном проекте) заработать по сравнению с вложением тех же средств в доступную для потенциального инвестора альтернативу капиталовложения.

В качестве общедоступной и безрисковой альтернативы капиталовложения может рассматриваться покупка государственных облигаций либо вложение средств на страхуемый банковский депозит (номинальная безрисковая норма дохода R).

3.3. Формула Фишера

Если по той или иной причине при дисконтировании ожидаемых от бизнеса доходов в качестве стабильной за весь срок бизнеса номинальной безрисковой нормы дохода нельзя рассматривать фактическую рыночную ставку доходности государственных облигаций (в первую очередь из-за нестабилизировавшейся инфляции) и трудно прогнозировать на этот срок среднюю ожидаемую их доходность, то для определения ставки R приходится использовать формулу Фишера.

Эта формула позволяет выразить норму безрискового дохода с рубля инвестиций через реальную ставку безрискового дохода r (ее еще иногда называют реальной безрисковой ставкой ссудного процента) и инфляционные ожидания s :

$$R = r + s + r \cdot s.$$

Реальную безрисковую норму дохода и инфляционные ожидания

приходится определять и прогнозировать на время до окончания оцениваемого бизнеса по отдельности, в том числе опираясь на более надежный прогноз хотя бы одного из этих значений, чтобы вычислить за срок n их средние ожидаемые по годам (кварталам, месяцам) значения и затем на их основе по формуле Фишера определить финансово корректную ставку дисконта R .

Первичным, конечно, является определение инфляционных ожиданий. Темп s ожидаемой инфляции (в среднем за период n , остающийся до конца полезной жизни бизнеса) может быть взят из прогнозов, которые делаются какими-либо внушающими доверие (не политизированными) исследовательскими центрами. Он может оцениваться тем, кто составляет технико-экономическое обоснование по проекту собственными силами. Наконец, инфляционные ожидания, используемые в инвестиционном расчете, могут базироваться на официальном прогнозе ожидаемой инфляции, объявляемом правительством и закладываемом им в представляемом парламенту проекте государственного бюджета, с учетом корректировки этого показателя в принятом бюджете (для анализа более долгосрочных проектов можно основываться на официальных правительственных прогнозах социально-экономического развития).

Нужно помнить, что официальные правительственные прогнозы инфляции во всем мире имеют тенденцию к занижению, что объясняется попытками правительств с помощью оптимистических прогнозов инфляции оказать понижающее влияние (в порядке своеобразной «обратной связи») на фактическую будущую инфляцию.

Имеющую в действительности место реальную безрисковую ставку ссудного процента следовало бы приблизительно оценивать одним из двух возможных способов:

1) принимая за нее рыночную ставку доходности по наиболее краткосрочным государственным облигациям (в пересчете на требуемый более длительный период «шага» t) - имея в виду, что за достаточно короткий срок обращения таких облигаций инфляция просто не успевает сколь-либо значимо сказаться;

2) приравнивая ее к рентабельности операций на рынках тех сравнительно безрисковых (опирающихся на емкий спрос) товаров и услуг, где отечественная экономика уже успела интегрироваться в мировые рынки этих товаров и услуг (т. е. где открытый по ним для импорта конкурентный внутренний рынок сочетается с активным экспортом тех же товаров и услуг за рубеж); фактическая доходность на этих рынках тогда отразит как давно стабилизировавшуюся в промышленно развитых странах мира реальную ставку процента (на уровне 3-4%), так и современную специфику эффективности относительно безрисковых капиталовложений в отечественной экономике (возможно, указанными товарами и услугами в нашей стране сейчас являются спиртные напитки, продовольственные и лекарственные товары первой необходимости, горюче-смазочные материалы, ремонтные услуги по некоторым бытовым товарам длительного пользования).

4. ЛЕКЦИЯ 4. УЧЕТ РИСКОВ БИЗНЕСА

Корректная и реальная оценка бизнеса требует учета неопределенности получения ожидаемых с бизнеса доходов. Два способа такого учета:

- ожидаемые с бизнеса доходы должны быть откорректированы на вероятность их получения в прогнозируемом размере – метод сценариев;
- в ответ на ожидаемую нестабильность отдачи с вкладываемых в бизнес средств должна быть повышена норма дохода (ставка дисконта).

4.1. Учет рисков бизнеса посредством повышения ставки дисконта по оцениваемому бизнесу

Методология:

1) Если риски бизнеса понимать как меру нестабильности ожидаемых с бизнеса доходов, то риски бизнеса могут быть измерены колеблемостью доходов с бизнеса в отдельные годы (кварталы, месяцы) его продолжения по сравнению со средней в год (квартал, месяц) ожидаемой с бизнеса величиной дохода.

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

- систематические риски - это внешние риски бизнеса, которые сводятся к рискам рода бизнеса, т.е. риски выпускаемого бизнесом на рынок продукта - риски конъюнктуры рынков сбыта и закупок покупных ресурсов (риски конкуренции, нестабильного платежеспособного спроса и др.);
- несистематические риски - это внутренние риски бизнеса, определяемые характером управления им и связанные с тем, что менеджмент предприятия нацелен на получение от бизнеса в среднем более высоких доходов - за счет допущения большей колеблемости доходов в отдельные годы (кварталы, месяцы).

Систематические риски можно измерять колеблемостью доходов с вложенного в аналогичный бизнес (в отрасль) рубля в прошлом, которая показывает, как отличался доход с инвестированного рубля в отдельные прошлые годы, кварталы или месяцы по сравнению со средней его отдачей за некоторую ретроспективу, т.е. со средней за несколько периодов.

Конкретным измерителем систематических рисков бизнеса обычно выбирается показатель среднеквадратического отклонения δ дохода y_t с рубля вложений в аналогичный бизнес, который наблюдался в прошлом в отдельные годы (кварталы, месяцы), от средней в год (квартал, месяц) доходности y_{cp} инвестиций за изучаемую ретроспективу (прошлый период длительностью в k лет, кварталов или месяцев; число $t = 1, \dots, k$ показывает, на сколько периодов от настоящего момента удален в прошлом год, квартал или месяц, для которого из финансовых отчетов фирмы берется величина y_t):

$$\delta = \sqrt{\sum_{t=1}^k \frac{(y_t - y_{cp})^2}{k}}$$

Суммирование квадратов разностей ($y_t - y_{cp}$) происходит по всем годам (кварталам, месяцам), отдаленных от настоящего момента на переменное число t периодов - от $t = 1$ до $t = k$.

3) Если любому оцениваемому бизнесу присущ риск, понимаемый описанным выше образом, то позиция любого не склонного к рискам потенциального его инвестора такова, что в ответ на предполагаемые в бизнесе риски инвестор согласится инвестировать в бизнес только тогда, когда средняя за все время бизнеса отдача с каждого вложенного в него рубля будет выше. Эта средняя, которая может быть названа нормой дохода, по определению и является ставкой дисконта i , учитывающей риски бизнеса.

Применительно к позиции среднестатистического инвестора определенная норма дохода i (она же - ставка дисконта) соответствует определенному уровню рисков бизнеса, характеризуемых показателем δ . Причем эта норма дохода (ставка дисконта) образуется так, что к безрисковой норме дохода (безрисковой ставке дисконта) R в ответ на появление систематических бизнес-рисков величиной в δ инвестор прибавляет компенсацию (премию) за эти риски на уровне $\Delta = i - R$:

$$i = f(\delta) = R + \Delta.$$

Компенсация (премия) Δ за риски оцениваемого бизнеса может быть определена методами: модели оценки капитальных активов (МОКА); кумулятивного построения ставки дисконта.

4.2. Модель оценки капитальных активов

Ставка дисконта i рассчитывается по следующей базовой формуле:

$$i = R + \beta(R_m - R),$$

где R – номинальная безрисковая ставка, которая берется на уровне средней ожидаемой доходности государственных облигаций или страхуемых банковских депозитов со сроком до погашения равным остаточному сроку n полезной жизни оцениваемого бизнеса; R_m – среднерыночная доходность на фондовом рынке; $(R_m - R)$ – «рыночная премия за риск» - величина, которая показывает, насколько в среднем получают в настоящее время больше с рубля, инвестированного в среднерискованный бизнес по сравнению с безрисковыми вложениями; β - коэффициент «бета», указывающий на меру относительного систематического риска инвестирования в оцениваемый бизнес по сравнению с капиталовложениями в среднерискованный бизнес (если $\beta = 1$, то оцениваемый бизнес является среднерискованным, $\beta > 1$ – уровень рисков больше среднего, $\beta < 1$ – уровень рисков ниже среднего).

Ключевым вопросом в МОКА выступает корректное определение при-
сущего оцениваемому бизнесу коэффициента β . Причем достаточно опреде-
лить среднеотраслевое значение.

Если понимать под рисками бизнеса нестабильность доходов с инве-
стированных в него средств, то коэффициент β можно рассчитать как отно-
шение меры нестабильности дохода с вложенного рубля в оцениваемом биз-
несе (в аналогичной по своей отраслевой специализации и размеру открытой
компании, публикующей годовые балансовые отчеты) δ к мере нестабильно-
сти дохода с рубля, вложенного на всем фондовом рынке δ_{R_m} :

$$\beta = \frac{\delta}{\delta_{R_m}}, \text{ где } \delta_{R_m} = \sqrt{\sum_{t=0}^k \frac{(R_{m_t} - R_{m_{cp}})^2}{k}}.$$

Суммирование квадратов разностей $(R_{m_t} - R_{m_{cp}})$ происходит по всем
годам (кварталам, месяцам), отдаленным от настоящего момента на перемен-
ное число t периодов от $t = 1$ до $t = k$. R_{m_t} - доходность инвестиций на фондо-
вом рынке t лет (кварталов, месяцев) назад, $R_{m_{cp}}$ - среднегодовая (средне-
квартальная, среднемесячная) доходность инвестиций на фондовом рынке за
все k прошедшие изучаемые периоды.

Есть компании, которые осуществляют постоянный мониторинг за зна-
чениями коэффициента β по всем российским открытым акционерным обще-
ствам, чьи акции обращаются в Российской Торговой Системе и/или на всех
иных, в том числе региональных, фондовых биржах.

К их числу относятся АК&М, Тройка-Диалог, Ренессанс-Капитал, Из-
дательский дом Коммерсантъ и пр. Ценную информацию таким же образом
публикуют и сами фондовые биржи (включая РТС).

При поиске в названных источниках нужного значения коэффициента
 β , необходимо придерживаться ряда правил.

1. Не следует принимать всерьез текущие коэффициенты β по тем
фирмам, которые в момент учета по ним коэффициента β находятся в про-
цессе реструктуризации.

2. Для вычисления коэффициентов β по компаниям-аналогам на еще
нестабильном отечественном фондовом рынке желательно по возможности
пользоваться среднеотраслевыми коэффициентами $\beta_{отр}$. При этом соответст-
вующие среднеотраслевые коэффициенты должны быть взвешенными на
объем операций за учетный период с акциями компаний, которые попадают в
отраслевую выборку.

3. Рекомендуются включать в расчет те компании, по которым коэффи-
циенты β хотя бы в течение нескольких коротких учетных периодов (по две-
три недели), остаются достаточно стабильными.

Показатель R_m может измеряться следующими способами:

- средней доходностью корпоративных ценных бумаг на всем отечест-

венном фондовом рынке;

- средней, по разным отраслям, годовой рентабельностью операционных издержек (отношением балансовой прибыли к суммарным операционным издержкам), рассчитываемой по данным за последний квартал (год).

Часто базовая формула МОКА дополняется еще тремя элементами и выглядит так:

$$i = R + \beta(R_m - R) + S_1 + S_2 + S_3,$$

где S_1 - дополнительная премия за риск инвестирования в малый бизнес; S_2 - дополнительная премия за риск инвестирования в закрытую компанию (акции которой не котируются или мало котируются на фондовом рынке); S_3 - дополнительная премия за страновой риск (риск ненадежности прав собственности, нестабильности законодательства, экономического спада и др.); премия за страновой риск вводится в расчет только при оценке ставки дисконта применительно к иностранным инвесторам; для отечественных инвесторов уровень странового риска неявным образом отображен в повышенном уровне рыночной премии за риск и даже в увеличенном уровне номинальной безрисковой процентной ставки (иностранцы же инвесторы не ориентируются на указанные местные показатели).

Значения поправок S_1 и S_2 назначаются (экспертно) в интервале от 0 до пяти-шести процентов, т.е. до 5% при среднемировой безрисковой ставке дохода в 6%.

Сложнее обстоит дело с премией за страновой риск для иностранного инвестора. По сути, эта премия сугубо индивидуальна и зависит в первую очередь от индивидуальных предпочтений к рискам, информированности и опыта конкретных инвесторов. Единственное, на что они ориентируются в своей массе, - это рейтинги страновых рисков (и кредитных рисков) страны инвестирования, которые выставляются ведущими в мире рейтинговыми компаниями типа компании «Standard and Poors».

В заключение необходимо подчеркнуть, что этот способ определения ставки дисконта почти целиком опирается на объективно наблюдаемые на рынке данные. В этом его главное достоинство. Однако в МОКА есть и ряд важных теоретических допущений.

1. Она не учитывает (за исключением случая иностранных инвестиций) индивидуальных предпочтений к рискам разных инвесторов, так как суммарная премия за тот или иной уровень риска определяется в расчете на «среднестатистического инвестора».

2. Эта модель учитывает в основном только систематические риски бизнеса. Лишь по компаниям, которые поддерживают ликвидность своих акций обеспечением своей «информационной прозрачности», степень колеблемости доходов с акций и получаемый по ней коэффициент «бета» позволят учесть и несистематические риски бизнеса.

3. В получаемой ставке дисконта учет рисков бизнеса производится в расчете на инвесторов, которые будут держать свои средства в рассматри-

ваемом бизнесе одинаковое время. Это происходит из-за того, что коэффициент «бета» вычисляется за конкретный ретроспективный период k , длительность которого и определит меру риска бизнеса тоже за сопоставимое с k время.

4. МОКА может применяться для определения ставки дисконта, учитывающей риск доходов не только с одного бизнеса, но и при вложении средств сразу в несколько бизнесов - путем приобретения акций нескольких компаний разных отраслей деятельности. По этой ставке дисконта должны дисконтироваться совокупные ожидаемые доходы со всего такого «инвестиционного портфеля». Однако условием здесь выступает то, что «инвестиционный портфель» должен быть диверсифицирован, т.е. должен состоять из мелких пакетов акций многих компаний.

4.3. Метод кумулятивного построения ставки дисконта

Метод кумулятивного построения ставки дисконта используется тогда, когда риски бизнеса (наблюдаемая колеблемость доходов с него) вызываются прежде всего несистематическими рисками оцениваемого бизнеса. Признаком этого является то, что доходы с бизнеса фактически сильно колеблются (показатель является большим, чем 20-30%), а коэффициент β , характерный для отрасли, в которой специализируется предприятие, незначительно больше или даже меньше единицы.

Метод кумулятивного построения учитывающей риски бизнеса ставки дисконта отличается от МОКА тем, что в структуре этой ставки к номинальной безрисковой ставке ссудного процента R прибавляется совокупная премия Δ за инвестиционные риски, которая состоит из премий за отдельные относящиеся именно к данному бизнесу несистематические риски. Формула для индивидуальной ставки дисконта i тогда выглядит так:

$$i = R + S_1 + S_2 + S_3 + \sum_{j=1}^J g_j ,$$

где $j = 1, \dots, J$ - множество учитываемых в данном инвестиционном проекте факторов несистематического риска; g_j - премия за отдельный несистематический риск по фактору риска с номером j ; S_1, S_2, S_3 - поправки на (премии за) «полусистематические» риски.

Основные несистематические риски инвестирования: риск недостаточной финансовой устойчивости фирмы (риски недостаточного обеспечения оборота собственными оборотными средствами, недостаточного покрытия краткосрочной задолженности ликвидными текущими активами и всей суммой ликвидных активов и т.д.); риск повышенной доли краткосрочной задолженности в структуре капитала предприятия; риск повышенной доли постоянных расходов в операционных издержках фирмы; риск «ключевой фигуры» в составе менеджеров предприятия (или контролирующих его инвесторов) - т.е. наличия ее как таковой; риск недостаточной диверсифициро-

ванности продукции предприятия; риск недостаточной диверсифицированности рынков сбыта предприятия; риск недостаточной диверсифицированности источников приобретения покупных ресурсов (включая труд); риск контрактов, заключаемых предприятием для реализации своих продуктовых линий (в части приобретения покупных ресурсов, услуг и продажи своей продукции); риск узости набора источников финансирования

Следует отметить, что данный список не является полным и может изменяться в случае необходимости экспертом-оценщиком.

Величина премий g_j за отдельные несистематические риски бизнеса как и премии S_1 и S_2 , находятся в интервале от 0 до пяти шестых от номинальной безрисковой ставки ссудного процента R , которая присуща стране инвестирования.

4.4. Прочие методы определения ставки дисконта, учитывающей риски бизнеса

Ставка дисконта как величина, обратная соотношению «Цена/Прибыль»

Если бизнес заключается в выпуске продукции, на которой специализируются несколько открытых компаний с ликвидными или хотя бы регулярно котируемыми акциями, то систематические (отраслевые, определяемые конъюнктурой рынка сбыта этой продукции, а также конъюнктурой рынков необходимых для него покупных ресурсов) риски могут быть отражены в ставке дисконта, которая представляет собой величину, обратную соотношению «Цена/Прибыль» (P/E , «Price/Earnings») по указанным компаниям (должно использоваться среднее по ним соотношение, взвешенное на объем реализации этих компаний, которое тогда может быть принято за среднеотраслевое соотношение («Цена/Прибыль»).

Ставка дисконта на уровне коэффициента «Доход на инвестиции» по балансу компании, уже осуществляющей оцениваемый бизнес

Еще одна ситуация, когда можно достаточно корректно и нестандартно в ставке дисконта учесть риски проекта, возникает, если оценивается бизнес или инвестиционный проект, направленный на расширение или поддержание выпуска и продаж той продукции, которую данное предприятие уже выпускает и специализируется на ней. Тогда в качестве ставки дисконта можно использовать уже достигнутую данным предприятием или компаниями с аналогичным бизнесом отдачу с ранее сделанных инвестиций, которая хорошо отражается наблюдаемым по балансу предприятия стабилизированным финансовым коэффициентом типа «Доход с инвестированного капитала». Основанием для такого подхода служит то, что экономической природой ставки дисконта является минимально требуемая средняя доходность с инвестиций определенного риска. В качестве же такой нормы дохода в описанной ситуации продолжения ранее начатой деятельности логично принять уже достигнутую в ней доходность, которая фактически компенсировала предприятию ее риски.

5. ЛЕКЦИЯ 5. МЕТОД ДИСКОНТИРОВАННОГО ДЕНЕЖНОГО ПОТОКА. МЕТОД КАПИТАЛИЗАЦИИ НЕОПРЕДЕЛЕННО ДЛИТЕЛЬНОГО ПОСТОЯННОГО ДОХОДА. КАПИТАЛИЗАЦИЯ ПОСТОЯННОГО ДОХОДА, ПОЛУЧАЕМОГО В ТЕЧЕНИЕ ОГРАНИЧЕННОГО СРОКА

5.1. Метод дисконтированного денежного потока

Метод дисконтированного денежного потока (ДДП) предполагает, что измерителем дисконтируемых прогнозируемых доходов A_t от бизнеса, которые рассматривались ранее в качестве основы для определения его рыночной стоимости и осуществляющего этот бизнес предприятия, выступают не прогнозируемые прибыли, а денежные потоки.

Денежный поток за конкретный период (год, квартал, месяц) - это сальдо поступлений по бизнесу (со знаком «плюс») и платежей (со знаком «минус»).

В расчетах можно оперировать либо *денежным потоком для собственного капитала*, либо *бездолговым денежным потоком*.

Денежный поток для собственного капитала (полный денежный поток), работая с которым можно непосредственно оценивать рыночную стоимость собственного капитала предприятия (что и представляет собой рыночную стоимость последнего), отражает в своей структуре планируемый способ финансирования стартовых и последующих инвестиций, обеспечивающих жизненный цикл продукта (бизнес-линии).

Денежный поток для собственного капитала в определенном будущем периоде t (по состоянию на конец его - реже на середину) рассчитывается по формуле:

Денежный поток в период t = прибыль (убыток) за период t + амортизационные отчисления за период t - процентные выплаты в период t по кредитам - налог с прибыли - инвестиции в период t + прирост долгосрочной задолженности за период t - уменьшение долгосрочной задолженности за период t - прирост собственных оборотных фондов в период t .

Так как доля и стоимость заемных средств в финансировании бизнеса (инвестиционного проекта) здесь учтена уже в самом прогнозируемом денежном потоке, дисконтирование ожидаемых денежных потоков, если это «полные денежные потоки», может происходить по ставке дисконта, равной требуемой инвестором (с учетом рисков) доходности вложения только его собственных средств - т. е. по так называемой ставке дисконта для собственного капитала.

Бездолговой денежный поток не отражает планируемого движения и стоимости кредитных средств, используемых для финансирования инвестиционного процесса. Поэтому если в расчетах оперируют с ним, то тогда дисконтирование ожидаемых по инвестиционному проекту (на разных стадиях жизненного цикла бизнеса) денежных потоков должно производиться по ставке, равной *средневзвешенной стоимости капитала данного предприятия*.

$$i_{\text{СВК}} = d_{\text{СК}} \times \text{СД}_{\text{СК}} + d_{\text{ЗК}} \times \text{СД}_{\text{ЗК}},$$

где $d_{\text{СК}}$ – доля собственного капитала в капитале компании; $\text{СД}_{\text{СК}}$ – ставка дохода на собственный капитал; $d_{\text{ЗК}}$ – доля долгосрочной задолженности в капитале компании, $d_{\text{ЗК}} = 1 - d_{\text{СК}}$; $\text{СД}_{\text{ЗК}}$ – стоимость долгосрочных долговых обязательств с учетом налогообложения.

При этом получаемая при суммировании дисконтированных бездолговых денежных потоков ожидаемая остаточная стоимость предприятия окажется оценкой стоимости всего инвестированного в предприятие, к моменту его перепродажи, капитала. Поэтому, для оценки стоимости его собственного капитала необходимо будет еще вычесть планируемую на рассматриваемый момент долгосрочную задолженность предприятия.

Бездолговой денежный поток может быть оценен по аналогичной с приведенной выше формулой для полного денежного потока – с той разницей, что в ней будут отсутствовать процентные выплаты, прирост и уменьшение долгосрочной задолженности.

Денежный поток для собственного капитала и бездолговой денежный поток могут быть *номинальными* (в ценах будущих периодов) или *реальными* (в ценах базисного периода).

Если работают с номинальным денежным потоком, то и ставка дисконта должна быть номинальной, т.е. включающей в себя средние за срок полезной жизни проекта (осваиваемой продуктовой линии) в расчете на единичный период t инфляционные ожидания. Если денежные потоки планируют как реальные, то ставка дисконта также должна быть «очищена» от инфляционных ожиданий. Для пересчета номинальной ставки дисконта в реальную и наоборот используют формулу Фишера.

Таким образом, если использовать в качестве измерителя ожидаемых с бизнеса доходов A_t денежные потоки для собственного капитала, то, согласно методологии доходного подхода, оценочная рыночная стоимость бизнеса Ц окажется равной:

$$\text{Ц} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ДП}_t}{(1+i)^t},$$

где ДП_t – прогнозируемые по бизнесу на будущий год (квартал, месяц) t денежные потоки для собственного капитала; i – ставка дисконта, учитывающая риски бизнеса и определенная, например, согласно модели оценки капитальных активов или по методу кумулятивного построения ставки дисконта.

Когда предметом оценки выступает предприятие, осуществляющее бизнес, но имеющее, кроме того, «нефункциональные активы», то к отраженной выше величине должна быть добавлена их рыночная стоимость НФА*:

$$\text{Ц} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ДП}_t}{(1+i)^t} + \text{НФА}^* .$$

Для наиболее общего случая, когда оцениваемое предприятие ведет несколько бизнесов с номерами j ($j = 1, \dots, J$) и имеет, кроме того, «нефункциональные активы», оценочная рыночная стоимость предприятия может быть представлена как сумма рыночных стоимостей его бизнесов плюс рыночная стоимость избыточных для них активов.

Если часть имущества предприятия лишь временно не нужна для ведущихся им бизнесов, то ее нельзя включать в состав показателя НФА*, так как это устранил возможность учитывать при расчете стоимости бизнесов тех доходов, на которые полагаются в будущем после начала использования лишь временно не нужных активов. В подобных ситуациях следует попытаться включить в множество бизнес-линий предприятия сдачу временно избыточных активов в аренду (лизинг).

Согласно методу ДДП стоимость предприятия основывается на будущих денежных потоках. Обычной является ситуация при которой стоимость бизнеса состоит из двух составляющих: стоимость бизнеса в прогнозном периоде n и стоимость бизнеса в постпрогнозном периоде. Это вызвано необходимостью упрощения расчетов.

В качестве прогнозного берется период, продолжающийся до тех пор, пока темпы роста компании на стабилизируются (предполагается, что в постпрогнозный период должны иметь место стабильные долгосрочные темпы роста или бесконечный поток доходов). В странах с рыночной экономикой прогнозный период n составляет 5-10 лет, в странах с переходной экономикой допустимо сокращение прогнозного периода до 3 лет.

Методы определения стоимости бизнеса в постпрогнозном периоде:

- *метод расчета по ликвидационной стоимости.* Применяется если в постпрогнозный период ожидается банкротство предприятия с последующей продажей имеющихся активов. Для оценки действующего предприятия этот подход неприменим;

- *метод расчета по стоимости чистых активов.* Техника расчетов аналогична расчетам ликвидационной стоимости, но не учитывает затрат на ликвидацию и скидку за срочную продажу активов предприятия. Данный метод может применяться для стабильного бизнеса имеющего значительные материальные активы;

- *метод предполагаемой продажи.* Заключается в пересчете денежного потока в показатели стоимости с помощью специальных коэффициентов, полученных из анализа ретроспективных данных по продажам сопоставимых компаний;

- *модель Гордона.* Используется наиболее часто. Она основана на прогнозе получения стабильных доходов в постпрогнозном периоде и предполагает, что величины износа и капиталовложений равны. Расчет стоимости в постпрогнозном периоде осуществляется по формуле:

$$\Pi_{\text{пост}} = \frac{A_{\text{нач}}}{i - \alpha} \quad \text{или} \quad \Pi_{\text{пост}} = \frac{A_{t_{\text{кпп}}} (1 + \alpha)}{i - \alpha},$$

где $A_{\text{нач}}$ - доход с бизнеса в начальном единичном интервале времени постпрогнозного периода; $A_{t_{\text{кпп}}}$ - доход с бизнеса в последний интервал времени прогнозного периода; α - условно постоянный (средний) темп прироста доходов с бизнеса в постпрогнозном периоде:

$$\alpha = \frac{(A_t - A_{t-1})}{A_{t-1}} = \text{const.}$$

В мировой практике считается, что величина α может составлять не более 6% в год.

В результате оценки предприятия методом ДДП получается стоимость контрольного ликвидного пакета акций. Если оценивается неконтрольный пакет, то необходимо сделать ряд скидок (см. лекция 13).

5.2. Метод капитализации неопределенно длительного постоянного дохода

Для приблизительной и предварительной быстрой оценки (экспресс-оценки) долгосрочных бизнесов часто используют *метод прямой капитализации дохода* (в данном случае не важно, измеряется ли ожидаемый с бизнеса доход денежными потоками или прибылями).

При этом делаются два допущения:

1. Ожидаемые от бизнеса доходы постоянны; практически это означает, что их берут на уровне средних в год (квартал, месяц) $A_{\text{ср}}$ стабилизированных величин.

2. Считают, что срок получения таких доходов - неопределенно длительный (как бы «стремится к бесконечности»).

В расчете на эти два допущения формула остаточной текущей стоимости бизнеса, которую в рамках доходного подхода к оценке бизнеса принимают (без учета избыточных активов) за его обоснованную рыночную цену Π , чисто математически вырождается в следующую формулу:

$$PV_{\text{ост}} = \Pi = A_{\text{ср}}/i,$$

где i - учитывающая риски бизнеса ставка дисконта.

Если доходы от бизнеса имеют установившийся стабильный темп прироста, то данная формула модифицируется в формулу Гордона (см. ранее).

5.3. Капитализация постоянного дохода, получаемого в течение ограниченного срока

Предварительная оценка бизнеса может оказаться гораздо более точной, если снять одно из двух весьма грубых допущений, а именно: допущение о неограниченно длительном сроке полезной жизни бизнеса.

Тогда бизнес оценивается как приносящий некоторый постоянный (на

уровне среднего) доход A_{cp} , однако срок n бизнеса фиксирован.

К минимально требуемой доходности с каждого рубля вложений в такой бизнес естественно предъявить требование, чтобы он приносил за единственный период (год, квартал, месяц) столько же, сколько может приносить сравнимая по рискам (пускаемая при невложении рубля ограниченных средств) инвестиционная альтернатива (i), плюс обеспечил бы возврат вложенных средств - так, как это было бы, если бы инвестиция делалась в сопоставимую по рискам облигацию, которую можно, после истечения срока n , перепродать, если этот срок меньше срока до ее погашения - но перепродать с дополнительной прибылью, еще раз возмещающей затраты на ее приобретение.

Возможные формулы капитализации получаемого за ограниченный срок n постоянного дохода A_{cp} можно представить в виде следующих моделей:

Модель Инвуда: $PV_{\text{ост}} = Ц = \frac{A_{cp}}{i + \frac{1}{S_n(n, i)}}$	Модель Хоскальда: $PV_{\text{ост}} = Ц = \frac{A_{cp}}{i + \frac{1}{S_n(n, R)}}$	Модель Ринга: $PV_{\text{ост}} = Ц = \frac{A_{cp}}{i + \frac{D}{n}}$
--	---	---

В этих моделях по-разному выражается норма возврата капитала. В моделях Инвуда и Хоскальда она понимается как тот ежегодный (ежеквартальный, ежемесячный) дополнительный доход с каждого вложенного в бизнес рубля, который, если его по мере получения вкладывать в тот же бизнес (с тем же риском, отражаемым присущей данному бизнесу нормой текущего дохода i - модель Инвуда) или просто на страхуемый банковский депозит либо в гособлигации (без риска, т.е. по безрисковой норме текущего дохода R - модель Хоскальда), должен к истечению срока n накопить фонд возмещения ранее вложенного в бизнес капитала. Соответственно, норма возврата капитала в этих моделях именуется фактором фонда возмещения ($1/S_n$).

Рассчитывается этот показатель следующим образом.

Для модели Инвуда: $\frac{1}{S_n} = \frac{i}{(1+i)^n - 1}$	Для модели Хоскальда: $\frac{1}{S_n} = \frac{R}{(1+R)^n - 1}$
---	--

Модель Ринга выставляет гораздо более простое требование к норме дополнительного дохода для возмещения вложенного в бизнес капитала: бизнес должен дополнительно равномерными долями возмещать ожидаемую к истечению срока n стоимость перепродажи используемого в бизнесе имущества (выгоду, которая теряется из-за отсутствия планирования такой перепродажи), что соответствует требованию к текущему доходу приносить с каждого рубля в бизнесе еще столько рублей (копеек), скольким будет равна ожидаемая к

сроку n и будущая рыночная стоимость имущества, приобретавшегося в начале бизнеса на один рубль. Так что D в модели Ринга - это будущая стоимость каждого рубля (или имущества на один рубль), изначально вложенного в оцениваемый бизнес.

Модели Инвуда и Хоскальда применимы для оценки тех бизнесов, в которых значительна доля специальных активов, экономически (морально) изнашиваемых за время осуществления бизнеса. По окончании бизнеса их нельзя перепродать и таким образом вернуть вложенный в бизнес капитал. Именно поэтому к бизнесу предъявляются требования зарабатывать для инвестора в каждом году (квартале, месяце) остаточного срока бизнеса не только норму текущего дохода, но и, сверх того, норму возврата капитала, которую можно было «подвкладывать» на рисковый или безрисковый депозит, накапливая таким образом сумму, необходимую для возврата вложенного в бизнес капитала. Расчет остаточной стоимости бизнеса тогда осуществляется по сравнению с такой альтернативой вложения тех же средств, когда их вкладывают в депозит, с которого начисляемые проценты снимают.

Необходимо подчеркнуть, что все перечисленные модели капитализации ограниченного во времени постоянного дохода, если применять их некорректно, могут существенно занижать обоснованную оценку рыночной стоимости бизнеса, так как выставляют достаточно жесткие минимальные требования к доходу с рубля, вложенного в бизнес.

6. ЛЕКЦИЯ 6. РЫНОЧНЫЙ ПОДХОД К ОЦЕНКЕ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

6.1. Методология рыночного подхода к оценке бизнеса

Рыночный подход к оценке бизнеса реализуется тремя методами оценки: *метод рынка капитала, метод сделок, метод отраслевой специфики.*

Общая методология:

- объектом оценки является некая закрытая компания или формально открытая компания, чьи акции недостаточно ликвидны;
- среди открытых компаний с достаточно ликвидными акциями отыскивается компания-аналог (ближайший аналог);
- за основу берется рыночная стоимость акций компании-аналога и общего их количества, находящегося в обращении;
- с учетом различных корректировок на оцениваемую компанию переносится соотношение между истинной рыночной ценой компании аналога и объявляемыми финансовыми результатами ее деятельности (а также объявляемой структурой ее капитала), которые служат главным фактором, определяющим «мнение» фондового рынка о рыночной стоимости компании-аналога;
- указанное соотношение умножается на соответствующие показатели текущих финансовых результатов (а также структуры капитала) оцениваемой компании - тем самым оценивается предположительная стоимость рассматриваемой закрытой компании, которая наблюдалась бы на фондовом рынке, если бы ее акции были на этом рынке размещены и достаточно ликвидны;
- если расчет выполняется по нескольким мультипликаторам, то определяется средневзвешенное значение стоимости бизнеса исходя из обоснованных весовых коэффициентов для каждого из них.

Описанный подход, конечно, несколько завышает стоимость оцениваемой компании, так как все же ее акции фактически неликвидны, что особенно важно для держателей мелких пакетов акций, которые не имеют достаточного влияния на менеджеров компании, чтобы договориться с ними о выкупе компании своих акций в случае, когда акционерам нужно будет перевести свои средства в другой бизнес либо извлечь их из бизнеса для целей потребления.

Рыночный подход адекватен оценке предприятия как действующего, потому что используемая в нем для оценки компания-аналог является действующей и оценивается фондовым рынком как действующая.

Чем более развит и финансово «прозрачен» фондовый рынок страны, тем более оценки, получаемые на основе рыночного подхода к оценке бизнеса, отвечают требованиям стандарта обоснованной рыночной стоимости бизнеса.

6.2. Метод рынка капитала

Метод рынка капитала заключается в том, чтобы, опираясь на текущие или прогнозные оценки величин чистой балансовой стоимости, прибыли или денежного потока рассматриваемого предприятия, определить его обоснованную рыночную стоимость по аналогии с соотношением в настоящее время этих показателей и цен на акции у сходных предприятий. При этом в качестве сходных предприятий берутся фирмы данной отрасли, чьи акции ликвидны и достаточно надежно котируются на биржевом или внебиржевом фондовом рынке.

Алгоритм метода рынка капитала.

1. Поиск компании-аналога проводится в два этапа.

1.1. Формирование списка «компаний - кандидатов на аналогичность», в который включаются предприятия, специализирующиеся на той же продуктовой группе, что и оцениваемая компания и характеризующиеся ее долей в общем стоимостном объеме выпуска не меньшей, чем у оцениваемой фирмы.

1.2. Отсевание из сформированного описанного выше списка «компаний-кандидатов на аналогичность» предприятий, не удовлетворяющих существенным дополнительным критериям сопоставимости оцениваемой аналогичной фирм: а) размер предприятия; б) структура капитала фирмы (доля заемного капитала); в) рынки сбыта и закупок; г) стадия жизненного цикла предприятий (продукта, на котором они специализируются); д) территориальное местоположение (влияющее на транспортные издержки); е) степень независимости от финансово-промышленных групп (или вхождение в одни и те же группы); ж) индивидуальные особенности применяемой системы бухгалтерского учета.

2. Взятие наблюдаемой на фондовом рынке стоимости $p_{ан}$ одной акции компании-аналога и умножение ее на количество ее акций, находящихся в обращении ($N_{обр}$), т.е. учитываемых фондовым рынком - с получением таким образом истинной рыночной стоимости $Ц_{ан}$ компании-аналога.

3. Составление по компании-аналогу ценовых соотношений (ценовых мультипликаторов) типа «Цена/Прибыль», «Цена/Прибыль до процентов и налогов», «Цена/Прибыль до налогов», «Цена/Денежный поток», «Цена/Прибыль до процентов и налогов плюс отчисления на износ», «Цена/Балансовая стоимость компании», где «Цена» - это рыночная цена компании-аналога $Ц_{ан}$.

4. Вычисление оценочной стоимости ($Ц_{ок}$) рассматриваемой компании - предмета оценки как произведения одного из переносимых на нее полученных для компании-аналога ценовых соотношений, синтезированных на шаге 3, на соответствующую ему базу, т.е. на показатель оцениваемого предприятия, совпадающий со знаменателем используемого по компании-аналогу ценового соотношения. Например:

$C_{ок} = \text{Прибыль до процентов и налогов оцениваемой компании} \cdot (\text{Цена компании-аналога} / \text{Прибыль до процентов и налогов компании-аналога})$.

В связи с третьим и четвертым шагами приведенного выше алгоритма следует провести несколько существенных *обязательных корректировок* данных, используемых на этих шагах алгоритма, которые должны устранить влияние индивидуальных особенностей систем бухгалтерского учета оцениваемой компании и компании-аналога, искажающее соотношение их цены и показываемых финансовых результатов:

- имея доступ к внутренней информации рассматриваемого предприятия, необходимо пересчитать прибыль оцениваемой компании в соответствии с тем методом учета товарно-материальных ценностей, который применяется компанией-аналогом для расчета объявляемых ею прибылей;

- если имеется информация о том, что компания-аналог по значительной массе своих активов применяет методы амортизации, отличные от методов амортизации, которые использует оцениваемая фирма, то нужно пересчитать по принятым в компании-аналогe методам амортизации вычитаемые из прибыли отчисления на износ по оцениваемой компании, внося таким образом корректировки в прибыль или балансовую стоимость оцениваемой компании;

- точно так же следует пересчитать учитываемую на шаге 4 этого алгоритма прибыль оцениваемой компании, если системы бухучета этой компании и компании-аналога отличаются по критериям отнесения продукции к проданной - в том, что касается зачисления в объем реализованной продукции товаров, поставленных заказчиком согласно различным базисам поставки;

- при обнаружении необычно высоких и несопоставимых с оцениваемым предприятием «чрезвычайных расходов» компании-аналога (например, на преодоление стихийных бедствий, которых не было у оцениваемой фирмы) необходимо искусственно уменьшить учитываемые операционные издержки компании-аналога и соответственно увеличить ее прибыль.

Основным ценовым соотношением, которое применяется в методе рынка капитала и во всем рыночном подходе, является соотношение «Цена/Прибыль», так как в долгосрочном плане все же именно прибыли (объявляемые) являются главным фактором установления той или иной рыночной стоимости публично обращающихся акций.

Получаемые на основе альтернативных ценовых мультипликаторов результаты оценки рассматриваемой закрытой компании будут несколько отличаться друг от друга, что является вполне естественным в силу разной тесноты корреляции между фактическими ценами акций сходных с оцениваемым предприятием фирм и их соответственно чистыми балансовыми стоимостями, прибылями, денежными потоками. Поэтому итоговая оценка может быть представлена как, например, средневзвешенная из указанных трех оценок, с учетом степени доверия оценщика к статистике по каждому из используемых мультипликаторов.

Чтобы заранее исключить из оценки не вызывающие доверия ценовые мультипликаторы, можно рассуждать следующим образом:

- если оцениваемая компания и компания-аналог очевидно несопоставимы по доступу их к кредиту, т.е. по стоимости кредита и налоговому статусу, то в алгоритме метода рынка капитала имеет смысл использовать ценовой мультипликатор «Цена/Прибыль до процентов и налогов»;

- если из указанных двух факторов в несопоставимости оцениваемой компании и компании-аналога сказывается только их разница в налоговом статусе, то разумно применить ценовой мультипликатор «Цена/Прибыль до налогов». Названные ценовые мультипликаторы нейтральны по отношению соответственно к процентным платежам и налогам. Иначе говоря, они позволяют элиминировать их искажающее влияние на отношение цены компаний и их прибыли.

Наиболее сложный случай для метода рынка капитала, который им также преодолевается, имеет место тогда, когда оцениваемая компания и компания-аналог отличаются не только доступной им стоимостью кредита и налоговым статусом, но и долей (в совокупном капитале) и общей величиной используемого ими заемного капитала.

В этом случае метод рынка капитала должен использовать особенный ценовой мультипликатор ЦМ, имеющий структуру, которая устраняет влияние на цену компании доли и массы заемного капитала:

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

Этот мультипликатор на шаге 4 алгоритма метода рынка капитала следует домножать на прибыль до процентов и налогов оцениваемой компании. Однако результат такого перемножения покажет не оценочную рыночную стоимость собственного капитала оцениваемой компании (приблизительную ее цену), а оценочную рыночную стоимость всего инвестированного в оцениваемую компанию капитала (что соответствует числителю приведенного ценового мультипликатора в отношении компании-аналога). Для того чтобы перейти к оценке только собственного капитала рассматриваемой компании (определению ее цены), надо из результата указанного перемножения вычесть объем совокупного долга (заемный капитал) оцениваемой фирмы.

На основании определенной стоимости всего предприятия можно определить рыночную стоимость конкретного пакета акций, посредством умножения стоимости предприятия на оцениваемую долю. При этом следует учитывать, что при оценке контрольного пакета следует сделать поправку «премия за контроль», размер которой может достигать 40%. При оценке неконтрольного пакета никаких поправок делать не нужно.

Возможность использования метода рынка капитала в решающей мере зависит от доступности информации с фондового рынка о рассматривавшихся выше мультипликаторах по фирмам, которые могут быть признаны аналогами оцениваемого предприятия. В нашей стране эта информация только на-

чинает регулярно публиковаться. Так, в еженедельном журнале «(Коммерсанты) в рубрике «Фондовые рынки» по предприятиям, чьи акции в достаточной мере ликвидны, приводятся текущие коэффициенты «Цена (акции)/прибыль» (их часто именуют в международно принятом обозначении как P/E ratio, т.е. коэффициент «price/earnings», где под «earnings» понимается чистая прибыль).

Журнал «Эксперт» публикует сводные аналитические обзоры финансового состояния отдельных предприятий, которые считаются достаточно показательными для соответствующих отраслей. В этих обзорах также имеется информация по коэффициентам «Цена (акции)/прибыль», однако кроме нее содержатся и сведения по рыночной капитализации, балансовой прибыли, числу акций и пр., что дает возможность оценивать и другие рассматривавшиеся выше мультипликаторы.

Согласно вступившему в силу с 1 января 1996 г. Закону РФ об акционерных обществах все открытые акционерные общества обязаны помещать прошедшие аудиторскую проверку годовые балансы в общедоступных средствах массовой информации. Следовательно, информационная база для расчета любым заинтересованным лицом коэффициентов, применяемых в методе компании-аналога, резко расширяется.

6.3. Метод сделок

Если метод компании-аналога подразумевает расчет и использование мультипликаторов, которые рассчитаны по ценам акций в составе фактически продававшихся контрольных пакетов сходных фирм, то подобная разновидность указанного метода называется *методом сделок*.

Цена $P_{ан}$ в алгоритме рынка капитала, если он превращается в метод сделок, определяется как цена акции компании-аналога, которая наблюдалась относительно недавно при купле-продаже не контрольных, но настолько крупных пакетов акций компаний-аналогов, что их приобретение давало возможность покупателю акций ввести в состав совета директоров компаний своих представителей. Метод сделок, таким образом, учитывает те сделки с пакетами акций компании-аналога, которые характеризуются как сделки слияния и поглощения.

Этот метод нацелен на определение стоимости оцениваемой компании в расчете на приобретение крупных ее долей. Иначе говоря, он дает оценку рассматриваемого предприятия «глазами его нового хозяина» - с учетом «премии за контроль», которая содержится в цене одной акции, если она приобретается в составе крупной доли предприятия.

Практические возможности для использования этого метода предоставляются гораздо реже (в силу относительно малой частоты сделок с контрольными пакетами) и предполагают оценку стоимости предприятия с точки зрения владельца контрольного пакета.

В ситуациях, когда именно эта оценка и нужна, добавление «премии за контроль» уже излишне. Наоборот, при переходе к оценке неконтрольного

пакета (участия меньшинства) от оценки, первоначально полученной методом сделок, становится необходимым уменьшить первоначальную оценку на так называемую «скидку за неконтрольный характер пакета». Она, как и «премия за контроль», также может достигать 35-40%, но обычно бывает меньше - 20-25%.

Метод сделок сводится к тому же алгоритму, что метод рынка капитала - с тем различием, что применяемые мультипликаторы, как упомянуто выше, вычисляются на основе цен по отслеживаемым на фондовом рынке сделкам с контрольными пакетами.

6.4. Метод отраслевой специфики

Метод отраслевой специфики является такой модификацией метода рынка капитала (предусматривая и его алгоритм), в которой ценовым мультипликатором выступает соотношение «Цена/Валовой доход» (то же самое - «Цена/Выручка», «Цена/Объем реализации»).

Соответственно на шагах 3 и 4 алгоритма метода рынка капитала используется этот мультипликатор и валовый доход оцениваемой компании в качестве базы, на которую для получения определяемой стоимости данной компании множится указанный мультипликатор.

Уже название этого метода показывает, что его применимость ограничена специфическими отраслями – теми, в которых действительно наблюдается достаточно надежная корреляция между рыночной стоимостью компаний с ликвидными акциями и объемом реализации ими продукции (их продажами).

Таковыми отраслями в основном являются отрасли топливно-сырьевого комплекса, а также прочие конкурентные отрасли с явно выраженным стандартизированным продуктом, где динамика прибылей определяется в первую очередь не обновлением продукта, а успехом в поддержании и расширении доли на рынке, количеством продаж стандартизированного продукта. При этом учитываемые прибыли незначительно отличаются от денежных потоков предприятий отрасли, так как на обновление продукта и на поддержание производственных мощностей инвестиции (не учитываемые в анализе текущих прибылей и убытков) осуществляются сравнительно редко.

7. ЛЕКЦИЯ 7. МЕТОДОЛОГИЯ ЗАТРАТНОГО ПОДХОДА К ОЦЕНКЕ БИЗНЕСА

При затратном (имущественном) подходе к оценке бизнеса оценщик рассматривает стоимость предприятия с учетом понесенных издержек.

Остаточная балансовая стоимость активов предприятия, как бы велика она ни была, не имеет никакого отношения к делу. Ведь остаточная балансовая стоимость активов предприятия зависит от таких факторов, как: 1) время покупки либо создания собственными силами того или иного актива (и изменения с тех пор конъюнктуры и цен рыночного равновесия на рынках аналогичного имущества); 2) метод амортизации актива предприятием, который мог выбираться произвольно среди методов прямолинейной равномерной амортизации, методов ускоренной или замедленной амортизации - как, например, метод «уменьшающегося остатка», метод «суммы чисел», «производственный» метод амортизации и т.д. (при разных методах амортизации остаточная балансовая стоимость актива зависит от того, как определялись отчисления на износ в предыдущие годы); 3) накопившаяся за период после постановки актива на баланс инфляция (обесценивающая имущество).

В результате перед оценщиком встает задача проведения корректировки баланса предприятия. Для осуществления этого предварительно проводится оценка обоснованной рыночной стоимости каждого актива баланса в отдельности, затем определяется текущая стоимость обязательств и, наконец, из обоснованной рыночной стоимости суммы активов предприятия вычитается текущая стоимость всех его обязательств. Результат показывает оценочную стоимость собственного капитала предприятия.

Базовой формулой в затратном подходе является:

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

Затратный подход к оценке бизнеса реализуется преимущественно методом накопления активов (метод чистых активов).

Метод накопления активов адекватен в большей мере оценке предприятия как ликвидируемого (т.е. цели оценки ликвидационной стоимости предприятия), так как только в этом случае для перекупающего предприятие инвестора (инвесторов) отдача от вложенных в приобретение предприятие средств примет форму выручки, получаемой в результате продажи оцениваемых активов. Причем если эта продажа будет проводиться (при добровольной ликвидации предприятия с погашением его текущих обязательств) в неограниченно каким-либо жестким временем сроки, то следует опираться на оценку «разумной» рыночной стоимости активов. Если же сроки продажи во времени жестко ограничены (при принудительной ликвидации предприятия), то оценка суммарной стоимости активов предприятия должна основываться на ликвидационной (в расчете на срочную продажу) стоимости имущества.

Исключением могут выступать ситуации, когда метод накопления активов применяется для оценки предприятий с повышенной долей финансовых и

нематериальных активов. Тогда этот метод вполне адекватен также и оценке предприятия как действующего. Причины здесь в том, что:

- если у предприятия много финансовых активов в виде достаточно крупных пакетов акций других предприятий, то стоимость такого предприятия определяется стоимостью дочерних или подконтрольных фирм как действующих предприятий, которые, как правило, будут действовать, пока не сменился их «хозяин» (не сменилась коалиция владельцев крупных пакетов акций), т.е. не ликвидировано рассматриваемое предприятие; в свою очередь, стоимость указанных дочерних или подконтрольных фирм может быть установлена просто как сумма наблюдаемых на фондовом рынке текущих цен их акций, если эти акции достаточно ликвидны - или в результате применения к данным фирмам метода дисконтированного денежного потока с анализом прогнозируемых их доходов от реализации выпускаемой продукции (тогда метод накопления активов, как «матрешка в матрешке», будет подразумевать использование метода дисконтированного денежного потока;

- если предприятие специализируется на держании достаточно диверсифицированного и дорогого инвестиционного портфеля, состоящего из мелких пакетов ликвидных либо регулярно котируемых корпоративных ценных бумаг (акций и облигаций иных предприятий), а также государственных и муниципальных облигаций, то оценка такого предприятия (например, инвестиционного фонда) по стоимости его портфеля в равной мере не будет предполагать его ликвидации;

- если нематериальные активы предприятия составляют решающую долю его имущества (как, например, у молодых научно-технических предприятий, закрепивших свои права собственности на нематериальные активы типа патентов на изобретения, ноу-хау и т.п.), то стоимость подобных активов может проявиться в первую очередь при условии их практического использования (в виде дополнительных, «избыточных» прибылей) данным предприятием как действующим, но не как их весьма ненадежно прогнозируемая продажная цена.

Особый случай - оценка методом накопления активов молодого предприятия, образованного под конкретный инновационный проект (проект освоения новшества в виде новой продукции или технологического процесса), с точки зрения венчурного инвестора согласно стандарту инвестиционной стоимости предприятия - имея в виду, что венчурные инвесторы отличаются именно тем, что принимают решения об инвестировании, опираясь на свой интерес в реализации привлекшего их проекта. Метод накопления активов при оценке и прогнозировании стоимости такого предприятия (венчурной фирмы), имеющего пока в основном лишь нематериальные активы, скорее неприемлем.

Объясняется это тем, что к моменту вероятной перепродажи венчурным инвестором своей доли в предприятии (когда венчурная фирма будет лишь начинать зарабатывать прибыли и еще не успеет их реинвестировать в покупку имущества для дальнейшего развития) материальные активы оцениваемого предприятия, по-видимому, не составят сколь-либо значимой величины.

Кроме того, эту величину, следуя методу накопления активов, придется

еще уменьшать на размер не погашенной к концу прогнозируемого периода задолженности учрежденного предприятия, которое тогда только приступит к развертыванию своих операций. Следовательно, попытка спрогнозировать рыночную стоимость предприятия, созданного под инновационный проект, на момент ожидаемого всего лишь начала роста продаж по этому проекту даст заведомо заниженную величину.

Метод накопления активов также вполне адекватен для оценки прогнозной стоимости предприятия как действующего, когда (если не принимать во внимание возможного накопления запасов легко реализуемых сырья и материалов, цены на которые в условиях инфляции растут быстрее общего темпа инфляции) в планируемой к некоторому моменту времени структуре активов предприятия необычно высокую долю должны будут составить нематериальные активы в виде заключенных выгодных контрактов, закрепленной клиентуры, обученного высококвалифицированного персонала (не имеющего права, согласно заключенным с ним трудовым договорам, в течение определенного времени покинуть предприятие), патентов и охраняемого режимом секретности ноу-хау, других явно выраженных конкурентных преимуществ. Однако оценка стоимости этой части активов, как правило, не может быть произведена непосредственно и предполагает, в свою очередь, использование других методов - в первую очередь метода дисконтированного денежного потока.

Строго следуя методу накопления активов и прогнозируя (посредством прогноза будущей стоимости его активов) будущую стоимость предприятия, начинающего инвестиционный (на базе инноваций) проект, необходимо иметь в виду, что как раз к моменту развертывания продаж нового перспективного продукта (примерно на это время и может прийти прогноз будущей стоимости предприятия) балансовая стоимость активов предприятия - и в целом сумма его баланса как величина активов и пассивов - вероятнее всего, вообще сократится, сделав на первый взгляд предприятие более дешевым.

Это будет вызвано временным выведением из баланса средств, вложенных в те нематериальные активы, которые особенно трудно оценить по их балансовой стоимости вложения в рекламу, не защищенный патентами и не овеществленный в технической документации ноу-хау (в виде появившегося опыта работников, не оцениваемого фактическими инвестициями в специальное обучение персонала) и т. п. Впоследствии подобные инвестиции скажутся на увеличении продаж и прибылей, через капитализацию последних снова увеличат и пассивы, и активы фирмы - но в течение определенного периода все-таки будет иметь место уменьшение баланса и стоимости учитываемых в нем активов предприятия.

Метод накопления активов, возможно, применим еще к предприятиям с быстро растущими в цене материальными активами типа запасов высоколиквидных и дефицитных сырья, материалов и пр. Нужно лишь иметь в виду, что оценки по этому методу тогда следует делать на основе прогноза не балансовой стоимости этих активов (она будет резко отставать и от роста указанных, и от инфляции), а их рыночной стоимости (еще лучше - ликвидационной, при срочной продаже, стоимости). Такой прогноз на основе надежных совре-

менных рыночных котировок может делаться специалистами соответствующих товарных рынков (например, биржевыми и внебиржевыми брокерами, крупными компаниями оптовой торговли). Однако получение необходимого по качеству прогноза будущей рыночной или ликвидационной стоимости даже такого рода ликвидных материальных активов затруднено вследствие закрытого характера данной информации.

Метод накопления активов предполагает оценку рыночной стоимости предприятия по рыночной или ликвидационной стоимости его имущества, очищенной от стоимости задолженности предприятия. Это, в свою очередь, требует переоценки балансовой стоимости (остаточной балансовой по активам, подлежащим амортизации, и первоначальной балансовой по активам, не подлежащим амортизации - на основе восстановительной балансовой стоимости имущества с учетом проводившихся общенациональных кампаний по переоценке первоначальной балансовой стоимости активов в соответствии с накопившейся инфляцией на современную рыночную стоимость (последняя называется стоимостью замещения).

При этом в расчет следует принимать не только те активы, которые отражены на балансе предприятия, но и все прочие виды его фактических активов, которые могут быть не отражены на балансе фирмы, однако находятся в ее фактической собственности либо распоряжении - как, например, упоминавшиеся выше нематериальные активы, которые создаются собственными силами предприятия (ноу-хау, закреплённая клиентура, генный персонал и пр.) и затраты на которые могут быть просто списаны; (с соответствующим сокращением балансовой стоимости собственного капитала и в целом суммы баланса предприятия).

Все активы предприятия делятся на *материальные и нематериальные*.

Материальные активы фирмы, в свою очередь, подразделяются на *реальные и финансовые*.

Реальные активы – это: недвижимость (земля, здания, помещения, сооружения); оборудование и оснастка, т.е. инструменты, приспособления и контрольно-измерительные приборы; оборотные фонды (складской запас купных сырья, материалов, полуфабрикатов и комплектующих изделий; незавершенное производство; запас готовой, но не реализованной продукции; дебиторская задолженность; деньги на текущих (расчетных) счетах).

Финансовые активы предприятия отражаются в основном в *ценных бумагах и банковских депозитах*.

Ценными бумагами, находящимися в собственности предприятия, способны быть: корпоративные ценные бумаги (акции и облигации иных предприятий); государственные и муниципальные облигации; закладные (свидетельства о праве взимания заложенного по выданным долгосрочным кредитам имущества — например, недвижимости, которая приобретается на средства долгосрочных ипотечных кредитов); некоммерческие (переводные, авалированные – гарантированные банком, учитываемые - т.е. рассматриваемые как достаточный залог под кредит, неготируемые - предметы купли-продажи) векселя (чаще всего производителей, пользующихся неограничен-

ным спросом товаров и услуг); ордера на право первоочередной покупки ликвидных вновь выпускаемых качественных (защищенных, т.е. имеющих устойчивый тренд к повышению их курсовой стоимости) акций - и т.д.

Определение рыночной стоимости реальных активов предприятия должно проводиться с учетом:

- физического износа;
- экономического износа;
- технологического износа;
- функционального износа.

Указанные виды износа учитываются при определении рыночной стоимости в первую очередь реальных активов длительного пользования. Последние могут также называться инвестиционными товарами.

Рыночная стоимость так называемых расходных активов (складского запаса), а также оборотных фондов в виде запасов готовой продукции может приниматься равной их неамортизируемой первоначальной балансовой стоимости, так как предполагается, что за сравнительно короткое время после их приобретения или создания собственными силами рыночная стоимость этих видов имущества не успела в сколь-либо значительной мере измениться по сравнению с рыночной ценой, по которой они приобретались или предлагаются к реализации.

Физический износ реального актива длительного пользования (оборудования, оснастки, недвижимости) определяется степенью истощения «паспортного» фонда рабочего времени (срока службы), на который было рассчитано соответствующее имущество.

Экономический износ реального актива длительного пользования измеряется обесценением аналогичного ему (по своим качественным характеристикам и прочим видам износа) имущества, которое произошло со времени приобретения и постановки его на баланс предприятия вследствие изменения на рынке подобного инвестиционного товара соотношения спросом и предложением - в случае, когда предложение за это время увеличилось по сравнению со спросом.

Технологический износ означает обесценение актива (в основном оборудования, а также научно-технических нематериальных активов типа ноу-хау, патентов и т.д.) вследствие того, что на рынке к моменту оценки появились аналоги рассматриваемого актива, которые удовлетворяют ту потребность, но имеют лучшее соотношение между ценой и качеством этого актива - в том смысле, что единица качества у аналога стоит меньше, чем у рассматриваемого оборудования, ноу-хау и пр. («удельная», на единицу качества, цена аналога меньше). При этом качество здесь может измеряться по ведущему параметру качества, который наиболее значим для потребителей, или по некоторому «синтетическому» показателю качества, объединяющему в себе различные параметры качества актива в процессе его текущего использования (например, производительность технологического оборудования, точность действия, стандартность операций, эргономичность, экологичность

и т.п.) со взвешиванием их на значимость соответствующих параметров для потребителя.

Функциональный износ (также относится преимущественно к оборудованию) отражает обесценение актива длительного пользования в том случае, если он оказался конструктивно или функционально недоработанным - при том же уровне параметров, определяющих качество изделия процессе его текущего использования, - по сравнению с аналогичными активами, позднее появившимися на рынке. Подобная недоработанность скажется на надежности и ремонтпригодности актива типа оборудования, простоте его использования. Наблюдается функциональный износ в основном тогда, когда актив типа оборудования приобретался в свое время предприятием из первых партий вновь осваивавшихся изделий. То же касается и ноу-хау (в том числе созданного собственными силами), если оно усовершенствовалось в связи с приобретаемым опытом. Приведенная и принятая в международной практике классификация износа имущества длительного пользования напоминает его привычное деление физический и моральный (первого и второго рода). Однако она более детальна.

Определение рыночной стоимости финансовых активов предприятия производится следующим образом:

- по тем ценным бумагам, которые размещены на фондовом рынке и являются достаточно ликвидными, просто берут их рыночную (среднюю по фактическим сделкам или среднюю по регулярным и множественным котировкам) цену;

- для оценки недостаточно ликвидных ценных бумаг с фиксированными (легко прогнозируемыми) доходами, а также определения рыночной ценности банковских депозитов (их вклада в повышение рыночной стоимости предприятия) применяют метод дисконтированного денежного потока, опираясь на прогноз доходов, которые будут обеспечивать эти финансовые инструменты (степень неопределенности или рискованность подобных доходов учитывается в используемой ставке дисконта);

- для оценки пакетов акций, которые предприятие может иметь в других предприятиях (например, ранее выделенных дочерних, контролируемых холдингом, приобретенным в порядке слияния или поглощения, купленным в порядке портфельных инвестиций и т.д.), любым адекватным методом оценки бизнеса устанавливают рыночную стоимость всех ста процентов акций фирм - объектов капиталовложения и, с учетом соответствующих скидок и премий (в связи с размером пакета, степенью ликвидности и размещенности акций), затем пропорционально доле пакета в ста процентах акций этих фирм уменьшают полученную величину.

8. ЛЕКЦИЯ 8. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕДВИЖИМОГО ИМУЩЕСТВА ПРЕДПРИЯТИЯ

8.1. Применение доходного подхода

Метод капитализации доходов

Используется при оценке недвижимости, приносящей стабильный доход.

Этапы:

1. Оценивается потенциальный валовой доход (ПВД) - доход, который можно получить от недвижимости при правильном использовании без учета всех потерь и расходов:

$$\text{ПВД} = S * C_a,$$

где S - площадь, сдаваемая в аренду, м^2 ; C_a - арендная ставка за 1 м^2 .

2. Оцениваются предполагаемые потери от недоиспользования объекта недвижимости и потери при сборе платежей. Уменьшение ПВД на величину потерь дает величину действительного валового дохода (ДВД):

$$\text{ДВД} = \text{ПВД} - \text{Потери}.$$

3. Рассчитываются предполагаемые издержки по эксплуатации оцениваемой недвижимости - операционные расходы.

4. Определяется прогнозируемый чистый операционный доход (ЧОД) посредством уменьшения ДВД на величину операционных расходов. Отсюда

$$\text{ЧОД} = \text{Действительный валовой доход} - \text{Операционные расходы} \\ (\text{за исключением амортизационных отчислений}).$$

5. Рассчитывается ставка капитализации.

6. Определяется стоимость недвижимого имущества:

$$V = \frac{Y}{R_k} = \frac{\text{ЧОД}}{\text{Ставка капитализации}}.$$

Метод дисконтирования денежных потоков

Этапы:

1. Составляется прогноз потока будущих доходов в период владения объектом недвижимости.

2. Рассчитывается стоимость оцениваемого объекта недвижимости на конец периода владения, т.е. стоимость предполагаемой продажи (реверсии), даже если в действительности продажа не планируется.

3. Выводится ставка дисконта для оцениваемой недвижимости на су-

ществующем рынке. Она равна ставке капитализации без учета ставки возврата капитала.

4. Будущая стоимость доходов в период владения и прогнозируемой стоимости реверсии приводится к текущей стоимости. Получается формула:

$$\text{Стоимость недвижимого имущества} = \text{Текущая стоимость периодического потока дохода} + \text{Текущая стоимость реверсии}$$

8.2. Применение сравнительного подхода

Метод сравнения продаж

Данный метод основан на сопоставлении и анализе информации о продажах аналогичных объектов недвижимости, как правило, за последние 3 месяца. основополагающим принципом метода сравнения продаж является принцип замещения.

Этапы:

1. Выбор объектов недвижимости — аналогов (3-5 аналогов)
2. Оценка поправок по элементам и расчет скорректированной стоимости единицы сравнения.
3. Расчет стоимости всего объекта недвижимости посредством умножения стоимости единицы сравнения на площадь объекта.

На первом этапе сравнение и сопоставление оцениваемого объекта с объектами-аналогами производятся по двум компонентам:

- единицам сравнения (цена за 1 га, 1 м², 1 лот и др.);
- элементам сравнения (переданные имущественные права, условия финансирования сделки, условия продажи, время продажи, местоположение, физические характеристики объекта недвижимости).

На втором этапе метода используются поправки.

«Поправками» называются корректировки, вводимые в цену продажи объекта-аналога при приведении его ценообразующих характеристик к характеристикам оцениваемого объекта.

В зависимости от отношения к цене единицы сравнения поправки делятся на: процентные и денежные. Денежные в свою очередь - на относительные и абсолютные.

Сначала вносят процентные поправки, затем денежные. Последовательность внесения денежных поправок не имеет значения. При внесении же процентных поправок она должна быть соблюдена, так как последующие процентные поправки вносятся в предыдущую откорректированную цену сопоставимой продажи. Последовательность внесения процентных поправок должна быть следующей: переданные имущественные права, условия финансирования, условия продажи, время продажи, местоположение, физические характеристики.

Методы расчета поправок: метод, связанный с анализом парных продаж; метод прямого анализа характеристик; экспертный метод расчета.

Метод валового рентного мультипликатора

Валовой рентный мультипликатор (ВРМ) — это отношение продажной цены или к потенциальному, или к действительному валовому доходу.

Этапы:

1. Оценивается рыночный рентный доход от оцениваемой недвижимости (D_p).
2. Определяется отношение валового дохода к продажной цене, исходя из недавних рыночных сделок.
3. Рассчитывается вероятная стоимость оцениваемого объекта:

$$V = D_p \cdot \text{ВРМ} = D_p \frac{C_a}{\text{ПВД}_a},$$

где C_a — цена продажи аналога; ПВД_a — потенциальный валовой доход аналога.

Валовой рентный мультипликатор не корректируется на различия, существующие между оцениваемыми и сопоставимыми объектами недвижимости, так как за основу расчета ВРМ взяты фактические арендные платежи и цены продажи, в которых учтены эти различия.

8.3. Применение затратного подхода

Этапы:

1. Определяется стоимость земельного участка.
2. Оценивается восстановительная стоимость или стоимость замещения здания и сооружения на действительную дату оценки.
3. Рассчитываются все виды износа зданий и сооружений с учетом их физического, функционального, технологического и экономического устаревания.
4. Определяется остаточная стоимость зданий и сооружений как разность между стоимостью воспроизводства (стоимостью восстановления или стоимостью замещения) и совокупным износом.
5. Рассчитывается полная стоимость объекта недвижимости посредством прибавления к остаточной стоимости зданий и сооружений стоимости земельного участка.

Оценка стоимости земельного участка

Метод техники остатка для земли. Этапы:

1. Чистый операционный доход распределяется между землей, зданиями и сооружениями:

$$Y_{зд} = V_{зд} \cdot R_{зд},$$

где $Y_{зд}$ — чистый операционный доход, приходящийся на здания и сооружения; $V_{зд}$ — текущая стоимость зданий и сооружений; $R_{зд}$ — ставка капитализа-

ции для зданий и сооружений, рассчитывается по формуле:

$$R_{зд} = R_{возм} + R_{зем},$$

где $R_{возм}$ – ставка возмещения (возврата) капитала; $R_{зем}$ – ставка капитализации для земли.

2. Определяется остаток чистого операционного дохода, относимый к земле:

$$Y_{зем} = Y - Y_{зд},$$

где Y – общий чистый операционный доход.

3. Рассчитывается остаточная стоимость земли:

$$V_{зем} = Y_{зем} / R_{зем}.$$

Метод средневзвешенной ставки капитализации. Этапы:

1. Приблизительно рассчитываются пропорции, в которых стоимость недвижимости делится на стоимость земельного участка и стоимость зданий и сооружений. Традиционно для этого используются данные о нормативных ценах земли и ценах на строительные работы.

2. Определяется средневзвешенная, общая ставка капитализации:

$$R_{ср} = R_{зд} \cdot D_{зд} + R_{зем} \cdot D_{зем},$$

где $D_{зд}$ – доля зданий и сооружений в общей стоимости объекта недвижимости; $D_{зем}$ – доля земельного участка в общей стоимости объекта недвижимости.

3. Определяется стоимость всего недвижимого имущества методом капитализации дохода:

$$V = Y / R_{ср}.$$

4. Рассчитывается стоимость земельного участка:

$$V_{зем} = V \cdot D_{зем}.$$

Метод сравнения продаж. Этапы:

1. На соответствующем рынке недвижимости выявляют ряд фактических продаж земельных участков, аналогичных оцениваемому по совокупности множества показателей.

2. Для подобранных аналогов собирается необходимая сравнительная информация: цена продажи, величина арендной платы и т.д.

3. Собранная информация о сделках проверяется на возможность использования в процессе оценки.

4. В объекты-аналоги вносятся поправки на различия между объектом

оценки и каждым из сопоставимых участков: размер, местоположение, тип почв, рельеф, экономические условия и т.д.

Достоинства метода – простота использования. Недостаток – не всегда имеются сравнительные данные.

Метод разбиения. Этот метод используется в тех случаях, когда необходимо определить стоимость земельного участка, пригодного для разбиения на отдельные индивидуальные участки.

Этапы:

1. Рассчитывается стоимость освоенных участков с помощью метода сопоставимых продаж.

2. Определяются количество и размеры индивидуальных участков.

3. Сопоставляются графики освоения и предполагаемых продаж.

4. Определяются величины выручки от продажи индивидуальных участков.

5. Определяется ставка дисконта.

6. Рассчитываются показатели: издержки освоения и издержки, связанные с продажей; инженерные расходы; расходы на строительство дорог и инженерных коммуникаций; оплата налогов, комиссионных за продажу и рекламу; предпринимательская прибыль.

7. Определяется чистая выручка от продажи путем вычитания издержек освоения, издержек по продаже и предпринимательской прибыли из предполагаемой выручки от продажи участков.

8. Дисконтируется чистая выручка от продажи земельных участков для расчета стоимости земельного участка, разбитого на отдельные участки.

Метод капитализации. Метод удобен при оценке земельного участка в случае аренды последнего отдельно от зданий и сооружений, когда арендатор несет ответственность за уплату поимущественного налога и другие расходы. Если условия договора достаточно точно отражают сложившуюся ситуацию на рынке аренды, то возможна непосредственная капитализация суммы чистой арендной платы Y в стоимость земельного участка.

Этапы:

1. Рассчитывается ставка капитализации:

$$R = Y_{ан} / V_{ан},$$

где $Y_{ан}$ – чистый операционный доход аналога; $V_{ан}$ – продажная цена аналога.

2. Определяется вероятная стоимость объекта оценки:

$$V = Y/R.$$

Метод валового рентного мультипликатора. Алгоритм метода аналогичен алгоритму расчета стоимости зданий и сооружений.

Оценка стоимости зданий и сооружений

Метод сравнительной единицы. Этапы:

1. На основе данных об издержках строительства аналогичных объектов разрабатываются нормативы затрат на строительные работы (на 1 м², на 1 м³ здания). В качестве типичного сооружения лучше использовать недавно построенный объект, для которого известна контрактная цена. Если оценщику не удастся найти недавно построенный сопоставимый объект, то он может воспользоваться разработками Центрального научно-исследовательского института экономики и управления, Коинвеста и др., где даны удельные показатели стоимости потребительской единицы строительной продукции по характерным типам зданий и сооружений в базисном, текущем и прогнозном уровнях цен.

2. Норматив удельных затрат умножается на общую площадь или объем оцениваемого здания.

3. Вносятся поправки на особенности оцениваемого объекта.

Метод поэлементного расчета стоимости зданий и сооружений (метод разбивки на компоненты). Расчеты выполняются в следующей последовательности:

– разбивка здания на отдельные элементы (фундамент, стены, каркас, крышу и т.д.);

– расчет расходов, требуемых для установки конкретного элемента в строящемся здании на дату оценки. Для этого определяется сумма прямых и косвенных издержек, необходимых для строительства единичного объема.

– суммирование поэлементных затрат.

Индексный способ оценки. Такая оценка осуществляется посредством умножения балансовой стоимости объекта на соответствующий индекс для переоценки основных фондов, утвержденный Правительством РФ.

Определение износа зданий и сооружений

Основные методы: метод разбиения и метод срока жизни.

Метод разбиения. Этот метод заключается в учете всех видов износа: устранимого физического; неустраняемого физического; устранимого функционального; неустраняемого функционального; внешнего (экономического).

Износ считается устранимым, если его исправление является экономически выгодным.

Метод срока жизни. Взаимосвязь между износом, восстановительной стоимостью, эффективным возрастом и типичным сроком экономической жизни здания выражается следующей формулой:

$$\frac{И}{ВС} = \frac{ЭВ}{ЭЖ},$$

где И – износ; ВС – восстановительная стоимость; ЭВ – эффективный возраст; ЭЖ – срок экономической жизни.

Метод расчета срока жизни используется как для оценки совокупного износа, так и для вычисления какого-либо одного вида износа.

9. ЛЕКЦИЯ 9. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ МАШИН И ОБОРУДОВАНИЯ

Основным при оценке машин и оборудования выступает сравнительный подход.

9.1. Применение затратного подхода

Затратный подход к оценке стоимости машин и оборудования основывается на трудовой теории стоимости и на принципе замещения, суть которой заключается в том, что осведомленный инвестор не заплатит за объект большую сумму, чем затраты на производство (приобретение) аналогичного объекта одинаковой полезности с сопоставимыми технико-эксплуатационными показателями.

Текущая стоимость оборудования определяется путем расчета восстановительной стоимости (ВС) с последующим учетом в ней обесценения (О), вызванного выявленными элементами накопленного износа: физического, функционального, экономического:

$$C_{об.т} = ВС - О.$$

В теории затратного подхода к оценке машин и оборудования выделяют прямые и косвенные методы расчета себестоимости или восстановительной стоимости.

К *прямым методам* относятся: метод прямой калькуляции; метод трендов; метод расчета по цене однородного объекта; метод покомпонентного разложения.

Метод прямой калькуляции достаточно сложен и требует обработки больших массивов информации. Однако этот метод дает наиболее точный и достоверный результат. В практической оценке метод прямой калькуляции оценщиками не применяется в силу указанных выше причин.

Метод трендов позволяет определить себестоимость или восстановительную стоимость оцениваемого оборудования на основании имеющейся ретроспективной информации об изменении себестоимости или восстановительной стоимости идентичного (аналогичного) оборудования с последующим приведением ее к текущему уровню (на дату оценки) при помощи индексов (трендов). Такое приведение может осуществляться как по отдельным статьям затрат, формирующих себестоимость, так и по себестоимости в целом.

Метод расчета по цене однородного объекта:

1. Для оцениваемого объекта подбирается однородный объект, похожий на оцениваемый прежде всего по технологии изготовления, используемым материалам, конструкции. Цена на однородный объект должна быть известна.

2. Определяется себестоимость производства однородного объекта:

$$C_{\text{п.од}} = \frac{(1 - H_{\text{дс}}) \cdot (1 - H_{\text{пр}} - K_{\text{р}}) \cdot Ц_{\text{од}}}{1 - H_{\text{пр}}},$$

где $H_{\text{дс}}$ - ставка налога на добавленную стоимость; $H_{\text{пр}}$ - ставка налога на прибыль; $K_{\text{р}}$ — показатель рентабельности продукции; $Ц_{\text{од}}$ - цена однородного объекта.

Допустимо принять показатель рентабельности для пользующейся повышенным спросом продукции в интервале 0,25-0,35, для продукции имеющей средний спрос, — 0,1-0,25, для низкорентабельной продукции — 0,05-0,1.

3. Рассчитывается полная себестоимость оцениваемого объекта. Для этого в себестоимость однородного объекта вносятся корректировки, учитывающие различия, например, в массе объектов:

$$C_{\text{п}} = C_{\text{п.од}} \frac{G_0}{G_{\text{од}}},$$

где $C_{\text{п}}$ - полная себестоимость производства оцениваемого объекта; G_0 , $G_{\text{од}}$ - массы конструкций оцениваемого и однородного объектов соответственно.

Определяется восстановительная стоимость оцениваемого объекта по формуле:

$$BC = \frac{(1 - H_{\text{пр}}) C_{\text{п}}}{(1 - H_{\text{пр}} - K_{\text{р}})}.$$

Если оцениваются машины и оборудование, спрос на которые низок, то их восстановительная стоимость принимается обычно на уровне себестоимости.

Метод покомпонентного разложения:

1. Составляется перечень комплектующих узлов и агрегатов оцениваемого объекта, по которым имеется ценовая информация.

2. Определяется полная себестоимость объекта оценки:

$$C_{\text{п}} = \sum Ц_{\text{эл}} + CЗ_{\text{с}},$$

где $Ц_{\text{эл}}$ - стоимость комплектующего узла или агрегата; $CЗ_{\text{с}}$ - собственные затраты изготовителя (например, стоимость сборки).

3. Рассчитывается восстановительная стоимость оцениваемого объекта:

$$BC = \sum (\text{Ц}_{\text{эл}} + \text{CЗ}_c) \cdot K_{\text{п}} \cdot K_{\text{т}},$$

где $K_{\text{п}}$ - норма прибыли; $K_{\text{т}}$ - коэффициент, учитывающий торговую наценку дилера.

Норму прибыли в восстановительной стоимости учитывают, как правило, в случае расчета BC с позиций стоимостей в «обмене».

К косвенным методам расчета себестоимости или восстановительной стоимости относятся методы целостной оценки.

Методы целостной оценки могут применяться в равной степени в затратном и сравнительном подходах. Данные методы основаны на изучении взаимосвязи между себестоимостями или ценами аналогичных машин и их технико-экономическими характеристиками. В зависимости от выбранного количества параметров, наиболее влияющих на формирование себестоимости или цены (главных ценообразующих параметров), и методологии расчета методы целостной оценки включают следующие методы.

Метод удельных экономических показателей с использованием линейного коэффициента торможения позволяет рассчитать восстановительную стоимость оцениваемой машины на базе известной удельной стоимости машины-аналога. Удельная стоимость - это стоимость не всей машины, а частное от деления цены на значение главного ценообразующего параметра. Восстановительную стоимость оцениваемой машины получают умножением ранее рассчитанной удельной стоимости машины-аналога на значение главного ценообразующего параметра объекта оценки.

При существенных различиях в значениях основных одноименных параметров анализируемых машин в расчет вводят коэффициент торможения стоимости, рассчитываемый по данным машин-аналогов. Под коэффициентом торможения стоимости подразумевается отношение удельной стоимости машины большей производительности к удельной стоимости однотипной машины меньшей производительности при условном равенстве всех прочих параметров.

Использование удельной стоимости в расчетных процедурах дает возможность довольно быстро и просто рассчитать искомую стоимость. При этом закономерности изменения удельной стоимости, определяемые величиной коэффициента торможения, практически с течением времени не меняются. Однако следует иметь в виду, что абсолютные величины удельных стоимостей в результате влияния научно-технического прогресса, инфляции и других факторов требуют периодического обновления.

Метод параметр-цена с использованием степенного коэффициента позволяет учесть корреляционную зависимость цены от значения основного параметра машины с помощью следующей формулы:

$$BC_0 = (P_0 / P_{\text{ан}})^{K_c} \cdot \text{Ц}_{\text{ан}},$$

где BC_0 - восстановительная стоимость оцениваемой машины; $(P_0 / P_{\text{ан}})$ - ко-

ээффициент параметрической коррекции, учитывающий разницу в значениях главных ценообразующих параметров объекта оценки и аналога; P_0 , $P_{ан}$ - значения главных одноименных параметров оцениваемой машины и аналога; K_c - степенной коэффициент; $C_{ан}$ - известная цена нового аналогичного оборудования.

Величина степенного коэффициента стоимости определяется на основе имеющейся информации о ценах и параметрах функционально и конструктивно однородных групп машинно-технической продукции.

Методы корреляционного моделирования строятся на статистическом анализе зависимости цен выбранного ряда аналогичных машин от формирующих эти цены значений главных ценообразующих параметров. Эти методы охватывают метод парной корреляции и многофакторный анализ (метод множественной корреляции). Оцениваемый объект рассматривается как некоторая совокупность аналогичных объектов, для которых известны цены и значения главных ценообразующих параметров. На основе информации об объектах, входящих в совокупность, с помощью методов статистического анализа разрабатывают математическую модель зависимости цены от одного (метод парной корреляции) или нескольких параметров (многофакторный анализ). По такой модели и производят расчет стоимости оцениваемой машины.

Методы корреляционного моделирования требуют наличия достаточно обширной базы данных, что несколько ограничивает возможность их применения, однако они показывают наиболее точные результаты.

После определения восстановительной стоимости оцениваемой машины переходят к расчету износа.

Общий накопленный износ оборудования определяется по формуле:

$$I_n = 1 - (1 - I_{физ}) \cdot (1 - I_{фун}) \cdot (1 - I_{эк}),$$

где $I_{физ}$, $I_{фун}$, $I_{эк}$ - физический, функциональный и экономический износы соответственно.

9.2. Применение сравнительного подхода

Сравнительный подход к оценке стоимости машин и оборудования позволяет рассчитать стоимость оцениваемой машины на основе имеющейся ценовой информации на оборудование, аналогичное оцениваемому объекту. При этом анализу подвергаются цены как первичного, так и вторичного рынков. Сравнительный подход основан на принципе замещения, согласно которому рациональный инвестор не заплатит за данный объект большую сумму, чем стоимость доступного к покупке аналогичного объекта, обладающего аналогичной полезностью.

Данный подход применим в случае, когда для оцениваемого объекта можно подобрать несколько аналогов, для которых известны цены их про-

даж. Важным этапом подхода является корректный выбор аналогов и анализ их цен, на основе которых производят расчет необходимых корректировок к ценам аналогов.

В общем случае рыночная стоимость оцениваемой машины

$$PC_0 = \underset{1}{C}_{\text{ан}} \cdot \underset{4}{K}_{\text{дп}} \cdot \underset{4}{K}_{\text{ком}} \cdot \frac{1}{\underset{4}{1 - \underset{4}{K}_{\text{иан}}}} \cdot \underset{4}{K}_1 \cdot \underset{4}{K}_2 \cdot \dots \cdot \underset{4}{K}_m \cdot (1 - K_{\text{ион}}) \pm C_{\text{доп}} \pm \Delta C_{\text{мз}},$$

$$\underset{43}{BC}_0$$

где $C_{\text{ан}}$ - цена машины-аналога на дату его продажи (цена предложения); $K_{\text{дп}}$ - коэффициент приведения цены продажи аналога (цены предложения) к дате оценки, т.е. поправка на дату продажи; $K_{\text{ком}}$ - коэффициент, учитывающий различия в коммерческих условиях приобретения оцениваемой машины и аналога, в том числе и базис местоположения объекта оценки; $K_{\text{иан}}$ - коэффициент физического износа аналога за период эксплуатации с момента выпуска до момента оценки; K_1, K_2, \dots, K_m - корректирующие параметрические коэффициенты, учитывающие отличия в значениях технических параметров оцениваемой машины и аналога; BC_0 - восстановительная стоимость оцениваемой машины без учета дополнительной оснастки и разницы в товарных знаках объекта оценки и аналога; $K_{\text{ион}}$ - общий накопленный износ оцениваемого оборудования; $C_{\text{доп}}$ - рыночная стоимость на дату оценки дополнительных устройств (оснастки), наличием которых отличаются оцениваемая машина и аналог; $\Delta C_{\text{мз}}$ - возможная разница в стоимости товарных знаков оцениваемой машины и аналога.

Корректирующие параметрические коэффициенты могут рассчитываться с помощью линейного коэффициента торможения или по следующей формуле:

$$K_{1,2,\dots,m} = (P_{oi} / P_{ани})^{K_{ci}},$$

где $P_{oi}, P_{ани}$ - значения i -го параметра у оцениваемого объекта и аналога; K_{ci} - степенной коэффициент, характеризующий зависимость цены объекта от i -го параметра. Показатели степени K_{ci} получают в результате экономического анализа и построения экономико-математических корреляционных моделей зависимости цены (себестоимости производства) от технических параметров для разных видов оборудования и характеризующих их различных ценообразующих параметров.

Вносимые в цену аналога корректировки ($K_{1,2,\dots,m}; C_{\text{доп}}; \Delta C_{\text{мз}}$) подразделяются на:

- коэффициентные, вносимые умножением или делением на тот или иной коэффициент;
- поправочные, вносимые прибавлением или вычитанием абсолютной денежной поправки.

В зависимости от вида поправок и методологии их расчета необходимо соблюдать приоритетность внесения таковых в цены аналогов. Сначала цены аналогов корректируют согласно коэффициентным поправкам (время продажи, износ и параметры), а затем — денежным поправкам (на разницу в наличии дополнительных устройств).

Сравнительный подход позволяет выполнить расчет рыночной стоимости оцениваемой машины по данным об одном — трех аналогах. Количество используемых аналогов зависит прежде всего от степени сходства сравниваемых объектов и максимального сходства условий их приобретения. Рыночную стоимость оцениваемой машины получают как среднеарифметическую или средневзвешенную величину по скорректированным ценам аналогов.

9.3. Применение доходного подхода

Доходный подход к оценке машин и оборудования позволяет определить, как правило, инвестиционную стоимость оборудования как текущую стоимость будущих доходов от его эксплуатации. На практике при оценке машин и оборудования могут быть использованы два метода доходного подхода:

- 1) метод дисконтирования денежных потоков (ДДП);
- 2) метод прямой капитализации дохода (ПК).

Для применения доходного подхода с помощью метода ДДП или ПК необходимо спрогнозировать будущие доходы от эксплуатации оборудования на текущий год или несколько лет вперед. Напрямую применительно к машинам и оборудованию эту задачу решить невозможно, так как доход создается всей производственной системой, всеми ее активами, к которым относятся не только машины и оборудование, но также здания, сооружения, оборотные фонды, нематериальные активы (такой системой может быть предприятие, цех, участок). Поэтому приведенные методы доходного подхода предполагают поэтапное решение задачи:

- 1) рассчитывается чистый доход от функционирования производственного комплекса методом ДДП или ПК;
- 2) методом инвестиционного остатка выделяется часть чистого дохода, приходящегося на машинный комплекс производственной системы;
- 3) вычисляется стоимость оцениваемой единицы оборудования с помощью долевого коэффициента, определяемого исходя из доли оцениваемой единицы оборудования в общей балансовой стоимости машинного комплекса предприятия.

Доходный подход к оценке машин и оборудования применяется ограниченно, так как сложно выделить доход, приносимый оцениваемой единицей оборудования, из дохода, приносимого общей производственной системой.

10. ЛЕКЦИЯ 10. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ (ЧАСТЬ 1)

К нематериальным активам (НМА) относятся активы:

- не имеющие материально-вещественной (физической) структуры;
- идентифицируемые от другого имущества предприятия;
- используемые в производстве продукции, при выполнении работ или оказании услуг либо для управленческих нужд предприятия;
- используемые в течение длительного периода времени (свыше 12 мес.);
- способные приносить экономические выгоды (доход) в будущем;
- имеющие надлежаще оформленные документы, подтверждающие существование самого актива и исключительных прав на результаты интеллектуальной деятельности (патенты, свидетельства, договор уступки и т.д.).

Три основные группы НМА:

- объекты интеллектуальной собственности (ОИС), представляющие исключительное право на результаты интеллектуальной деятельности;
- организационные расходы (расходы, связанные с образованием юридического лица, признанные в соответствии с учредительными документами частью вклада участников (учредителей) в уставный (складочный) капитал предприятия);
- деловая репутация (гудвилл) предприятия. Гудвилл присутствует только при наличии избыточной прибыли и не может быть отделен от действующего предприятия.

Объекты интеллектуальной собственности. Определение интеллектуальной собственности дано в ст. 138 Гражданского кодекса РФ. Интеллектуальная собственность — это исключительное право гражданина или юридического лица на результаты интеллектуальной деятельности и приравненные к ним средства индивидуализации юридического лица, индивидуализации продукции, выполняемых работ или услуг. ОИС – товар особого рода. К особенностям данного товара можно отнести:

- абсолютный характер прав, т.е. они действуют против любого желающего воспользоваться принадлежащими другому лицу ОИС без разрешения последнего;
- множественность;
- секретность (в ряде случаев) ОИС;
- ограниченность сроком действия. После окончания предусмотренного законом срока действия прав ОИС становятся общественным достоянием, т.е. любое лицо может использовать их по своему усмотрению;
- территориальный характер прав;
- специфику документального оформления имущественных прав на ОИС, так как наличествуют три субъекта прав: автор, правообладатель, покупатель при сделках, связанных с введением ОИС в хозяйственный оборот.

В процессе оценки ОИС определяется стоимость объема прав на ре-

зультаты интеллектуальной деятельности.

В рамках ОИС выделяются права на: объекты промышленной собственности; технические решения, которые не обеспечены патентной защитой (ноу-хау); объекты авторского права и смежных прав.

Права на объекты промышленной собственности. К ним относятся: изобретения, полезные модели, промышленные образцы, товарные знаки и знаки обслуживания, наименования мест происхождения товаров, селекционные достижения. Состав объектов промышленной собственности определяется согласно ст. 1/2/1 Парижской конвенции по охране промышленной собственности. Изобретения и полезные модели рассматриваются как техническое решение задачи. Под промышленным образцом понимается соответствующее установленным требованиям художественно-конструкторское решение изделия, определяющее его внешний вид. Товарные знаки, знаки обслуживания — обозначения, способные отличить товары и услуги одних юридических или физических лиц от однородных товаров и услуг других юридических и физических лиц. В соответствии с западными нормативными документами в состав объектов промышленной собственности включено также право на пресечение недобросовестной конкуренции. Аргументируется это тем, что акты недобросовестной конкуренции являются нарушением прав на объекты промышленной собственности. Отличительная черта охраны объектов промышленной собственности — их регистрация в патентном ведомстве.

Права на технические решения, которые не обеспечены патентной защитой (ноу-хау). Ноу-хау — это техническая информация, которая потенциально может быть запатентована, но процедура патентования не проведена по каким-либо причинам.

Ноу-хау содержит признаки, относящиеся к конфиденциальной информации:

- ценность в силу неизвестности ее третьим лицам (имеет действительную или потенциальную коммерческую ценность);
- отсутствие свободного доступа к ней на законном основании;
- необходимость принятия обладателем информации мер к охране ее конфиденциальности. Эти меры сформулированы в ст. 139 п. 1. Гражданского кодекса РФ. Основанием возникновения права служит фактически монопольное обладание информацией. Нарушение хотя бы одного из этих признаков лишает правообладателя права на ее защиту.

Механизм защиты ноу-хау разработан и используется на многих предприятиях:

- принимаются специальные внутренние правила, содержащие порядок доступа и ознакомления с информацией, включающие ноу-хау;
- регистрируются лица, ознакомившиеся с ноу-хау, с них взимаются расписки о неразглашении ее третьим лицам.

Перечисленные мероприятия позволяют документально доказать в случае судебного разбирательства целесообразность ограничения и закон-

ность свободного доступа к ноу-хау и действий по охране конфиденциальности информации.

Права на объекты авторского права и объекты смежных прав. Они охватывают научные, литературные, художественные произведения, программы для ЭВМ, базы данных, топологии интегральных микросхем.

Действующее законодательство о правах на ОИС складывается из отдельных законов: Патентного закона Российской Федерации (с послед. изм. и доп.); Закона РФ «О товарных знаках, знаках обслуживания и наименованиях мест происхождения товаров» от 23 сентября 1992 г. № 3520-1 (с послед. изм. и доп.); Закона РФ «О правовой охране программ для электронных вычислительных машин и баз данных» от 23 сентября 1992 г. № 3523-1 (с послед. изм. и доп.); Закона РФ «О правовой охране топологий интегральных микросхем», от 23 сентября 1992 г. № 3526-1; Закона РФ «Об авторском праве и смежных правах» от 9 июля 1993 г. № 5351-1; Закона РФ «О селекционных достижениях» от 6 августа 1993 г. № 5606-1; Гражданского кодекса РФ.

Субъектами права по поводу ОИС могут выступать как юридические, так и физические лица. Регулирование правоотношений по поводу ОИС осуществляется институтом авторского права и институтом патентного права. Результаты интеллектуальной деятельности, не подпадающих под действие ни авторского, ни патентного права, охраняются нормами специального гражданского законодательства. Нужно отметить, что в то время как авторское право охраняет форму выражения идеи, право на ноу-хау, так же как и патентное право, охраняет сущность идеи технологической разработки.

Цели оценки объектов интеллектуальной собственности. В условиях формирующегося рынка интеллектуальной собственности, введения объектов интеллектуальной собственности в хозяйственный оборот встает проблема их оценки. Чаще всего она проводится в связи с:

- куплей-продажей прав на объекты интеллектуальной собственности;
- необходимостью управления ОИС в качестве стратегии создания стоимости;
- предстоящим заключением лицензионного договора и необходимостью обосновать расчет платежей за использование ОИС;
- приватизацией предприятий;
- ликвидацией, банкротством предприятия;
- предоставлением ОИС в качестве залога;
- использованием ОИС в качестве составной части франчайзинга;
- разделом имущества между владельцами предприятия;
- поглощением одного предприятия другим или их слиянием;
- анализом влияния создания и применения ОИС на эффективность производственной деятельности предприятия;
- оценкой инвестиционных проектов, в которых намечено использование ОИС;
- принудительным лицензированием;
- определением ущерба при нарушении прав на ОИС в результате

производства контрафактной продукции;

- внесением ОИС в уставный капитал;
- страхованием ОИС;
- оценкой бизнеса методом чистых активов;
- определением доли экономического эффекта, приходящегося на ОИС при его использовании в собственном производстве;
- расчетом вознаграждения авторов ОИС;
- оценкой нематериальных активов предприятия, проводимой в целях внесения изменений в финансовую отчетность, уточнением налогооблагаемой базы.

Виды стоимости. В зависимости от цели оценки различают следующие виды стоимости объектов.

Рыночная стоимость объекта оценки — наиболее вероятная цена, по которой объект может быть отчужден на открытом рынке в условиях конкуренции, когда стороны сделки действуют разумно, располагая всей необходимой информацией, а на величине цены сделки не отражаются какие-либо чрезвычайные обстоятельства. Рыночная стоимость ОИС используется крайне редко ввиду того, что у этих активов несколько покупателей одновременно бывает крайне редко.

Стоимость объекта оценки с ограниченным рынком — стоимость объекта, продажа которого на открытом рынке невозможна или требует дополнительных затрат по сравнению с затратами, необходимыми для продажи свободно обращающихся на рынке товаров. Эта стоимость определяется специфическими свойствами объекта, значительно снижающими число потенциальных покупателей.

Стоимость замещения объекта оценки — это сумма затрат на создание объекта, аналогичного объекту оценки в рыночных ценах, существующих на дату проведения оценки с учетом износа.

Инвестиционная стоимость объекта оценки — стоимость объекта, рассчитываемая исходя из его доходности для конкретного лица при заданных инвестиционных целях.

Стоимость объекта оценки при существующем использовании — стоимость объекта, определяемая исходя из существующих условий и целей его применения.

Стоимость объекта оценки для целей налогообложения — стоимость объекта, определяемая для исчисления налоговой базы и рассчитываемая в соответствии с положениями нормативных правовых актов.

Ликвидационная стоимость объекта оценки — стоимость объекта в случае если он должен быть отчужден в срок меньше обычного срока экспозиции аналогичных объектов. Как правило, она вычисляется при ликвидации предприятия, если ОИС может быть продан отдельно от остальных активов.

К особенностям оценки интеллектуальной собственности можно отнести зависимость стоимости от:

- объема продаваемых и передаваемых прав;

- уровня правовой охраны;
- возможности несанкционированного использования;
- уровня готовности к коммерческому использованию.

Экспертиза объектов интеллектуальной собственности. Работе по оценке нематериальных активов, прежде всего объектов интеллектуальной собственности в составе нематериальных активов, предшествует экспертиза:

- объектов интеллектуальной собственности (идентификация);
- охранных документов;
- прав на интеллектуальную собственность;
- первичных стоимостных и бухгалтерских документов.

Экспертиза (идентификация) объектов интеллектуальной собственности необходима для подтверждения факта наличия объекта. Это достигается проверкой первичных документов, в которых данный объект описан, изображен или иным образом зафиксирован на материальных носителях, а также документов, подтверждающих практическое использование данного ОИС в производственной и коммерческой деятельности предприятия.

Описание технологии производственного процесса, конструкторско-технологическая документация, изображения образцов продукции, программы для ЭВМ, базы данных и другие материальные носители служат для целей идентификации.

Для объектов промышленной собственности должны иметься официальные охранные документы, подтверждающие права на объекты: патенты на изобретение, промышленные образцы, селекционные достижения, полезные модели, свидетельства на товарные знаки, знаки обслуживания, наименования мест происхождения товаров. Объекты авторского права не имеют официальных охранных документов, и права на них возникают непосредственно по факту создания произведения. Ноу-хау также не имеют охранных документов.

Оценщик должен обязательно провести экспертизу охранных документов по объекту, территории и срокам действия.

При экспертизе охранного документа по объекту нужно иметь в виду, что объем правовой охраны, предоставляемой патентом на изобретение и на полезную модель, определяется их формулой; патентом на промышленный образец — совокупностью его существенных признаков, отображенных на фотографиях изделия (макета); свидетельством на товарный знак — перечнем товаров и услуг, приведенным в свидетельстве.

При экспертизе охранного документа по территории необходимо учитывать, на какой территории охранный документ действует.

При экспертизе охранного документа по срокам требуется проверить соответствие сроков действия документа срокам, определенным законодательством РФ. Следует обратить внимание, что отсчет ведется с даты подачи заявки, а не с даты внесения в реестр, а также проверить уплату пошлины на поддержание охранных документов в силе, в противном случае охранные документы свою силу теряют.

Для экспертизы прав на интеллектуальную собственность должны быть проверены документы, подтверждающие права предприятия на объекты интеллектуальной собственности. Перечень таких документов включает: охранные документы (патенты, свидетельства); лицензии; договоры о переуступке прав; учредительные договоры о передаче имущественных прав в уставные капиталы предприятий; договоры заказа на создание ОИС сторонними организациями; заказы на создание ОИС на самом предприятии в порядке служебного задания; контракты или авторские договоры между предприятием и разработчиками ОИС; акты приема-передачи при безвозмездной передаче прав на ОИС. На предприятии, использующем ОИС в качестве нематериального актива, должен иметься акт о передаче его в эксплуатацию и постановке на учет. Оценщику необходимо помнить, что официально незарегистрированные договоры по полной переуступке патента, а также официально незарегистрированные лицензионные договоры на использование изобретений, полезных моделей, промышленных образцов и товарных знаков признаются недействительными. Оценщик определяет, является ли актив собственностью предприятия или же оно обладает только правом на его использование. Если ОИС создан за счет бюджетного финансирования, то наличие у предприятия прав дополнительно подтверждается в виде договора между предприятием-исполнителем и государственным заказчиком, в котором права предприятия четко обозначены.

При оценке объектов интеллектуальной собственности используются доходный, затратный и сравнительный подходы. Выбор метода оценки зависит от цели оценки, определяемого вида стоимости, наличия и полноты исходной информации. Поэтому при рассмотрении этой проблемы необходимо подчеркнуть как общеметодологические основы оценки, так и ее особенности.

Объект интеллектуальной собственности как отдельный вид актива оценивается на основе наиболее эффективного использования. Оценка объекта интеллектуальной собственности в рамках действующего предприятия сводится к определению его вклада в качестве составного элемента в активах и в общей прибыльности предприятия. Наиболее широко для оценки стоимости ОИС используется доходный подход, базирующийся на экономическом принципе ожидания.

11. ЛЕКЦИЯ 11. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ НЕМАТЕРИАЛЬНЫХ АКТИВОВ (ЧАСТЬ 2)

11.1. Применение доходного подхода

Метод избыточных прибылей. Он строится на посылке, что избыточные прибыли приносят предприятию не отраженные в балансе нематериальные активы, обеспечивающие доходность на активы и на собственный капитал выше среднеотраслевого уровня. Этим методом преимущественно оценивается стоимость гудвилла.

Этапы:

- определяется рыночная стоимость всех активов (собственного капитала);
- рассчитывается нормализованная прибыль оцениваемого предприятия;
- вычисляется среднеотраслевая доходность на активы или на собственный капитал;
- находится ожидаемая прибыль путем умножения среднего по отрасли дохода на активы (на собственный капитал — данные первого этапа умножаются на данные третьего этапа);
- определяется избыточная прибыль (из данных второго этапа вычитаются данные четвертого). Для этого из нормализованной прибыли вычитается ожидаемая прибыль;
- рассчитывается стоимость нематериальных активов (гудвилла) путем деления избыточной прибыли на ставку капитализации.

Метод дисконтирования денежных потоков. Этапы:

- определение ожидаемого оставшегося срока полезной жизни ОИС;
- прогнозирование потоков доходов, генерируемых ОИС;
- вывод ставки дисконта;
- расчет суммарной текущей стоимости будущих доходов;
- нахождение текущей стоимости доходов от интеллектуальной собственности в постпрогнозный период;
- определение стоимости ОИС как суммы всех текущих стоимостей доходов в прогнозный и постпрогнозный периоды.

Метод освобождения от роялти. Этот метод является одним из основных методов доходного подхода. Он используется при оценке:

- стоимости лицензии;
- прав на объекты интеллектуальной собственности. При этом предполагается: какой поток доходов мог бы генерировать тот или иной ОИС правообладателю, если бы был заключен лицензионный договор. Или другое допущение: от каких платежей освобождается правообладатель в связи с тем, что ему как собственнику ОИС не нужно платить роялти за право использования в производстве того или иного ОИС.

Владелец патента предоставляет другому лицу право на использование

объекта интеллектуальной собственности за определенное вознаграждение — роялти, представляющего собой ежегодные отчисления лицензиата в пользу лицензиара, в течение периода действия лицензионного соглашения. Текущие роялти равны ставке роялти, умноженной на базу их исчисления.

В зависимости от исчисления метод освобождения от роялти представлен тремя вариантами.

Первый вариант (база расчета — валовая выручка) чаще всего используется, когда невозможно надежно оценить дополнительную прибыль лицензиата и экономический эффект для лицензиата связан с другими целями, например с освоением нового вида производства или расширением доли на рынке.

Этапы:

- составляется прогноз выручки от реализации продукции, произведенной с использованием ОИС;
- определяется экономический срок службы патента или лицензии;
- выбираются ставки роялти (%);
- находятся ожидаемые выплаты по роялти путем расчета процентных отчислений роялти от прогнозируемого объема продаж;
- из ожидаемых выплат по роялти вычитаются все расходы, связанные с обеспечением патента или лицензии (юридические, организационные административные издержки);
- рассчитываются дисконтированные потоки прибыли от выплат роялти. Обычно стоимость исчисляется на основе показателей до налогообложения;
- стоимость лицензии определяется как сумма текущих стоимостей потоков прибыли от выплат по роялти.

При втором варианте (база расчета — величина дополнительной прибыли лицензиата) ставка роялти определяется как доля лицензиара в среднегодовой дополнительной прибыли лицензиата от внедрения в производство лицензии.

Последовательность расчетов:

Этап 1. Рассчитывается величина дополнительной прибыли лицензиата и предельной ставки роялти на базе:

- определения экономии текущих и капитальных затрат с учетом и без учета распределения затрат и доходов во времени;
- сравнения более высокой цены на лицензионную продукцию с базовой ценой.

Этап 2. Дополнительная прибыль и предельная ставка роялти корректируются с учетом двух видов риска: производственного и коммерческого.

Этап 3. Рассчитываются дополнительная прибыль, причитающаяся лицензиару, и действительная ставка роялти:

$$\Delta\Pi_{\text{лр}} = \Delta\Pi_{\text{нк}} \cdot R_{\text{сД}},$$

где $\Delta\Pi_{\text{лр}}$ - дополнительная прибыль, причитающаяся лицензиару; $\Delta\Pi_{\text{нк}}$ - дополнительная прибыль лицензиата (с учетом производственного и коммерческого риска); R_{sD} - действительная ставка роялти:

$$R_{\text{sD}} = R_{\text{snk}} \cdot \alpha,$$

где R_{snk} - предельная ставка роялти с поправкой на производственный и коммерческий риски; α - доля лицензиара в дополнительной прибыли лицензиата.

При использовании третьего варианта (база расчета — валовая прибыль) для установления доли роялти в валовой прибыли лицензиата рекомендуется руководствоваться значениями показателя, приведенными в таблице ниже.

Доли роялти в валовой прибыли лицензиата, %

Технология	Лицензия				Нелицензионный ноу-хау
	Исключительная		Неисключительная		
	патентная	беспатентная	патентная	беспатентная	
Особо ценная	40-50	30-40	25-30	20-25	25-30
Средней ценности	30-40	25-30	20-25	15-20	10-25
Второстепенная по важности	20-25	15-20	10-15	5-10	3-10

Источник. Мухамедшин И. С. Как эффективно защитить, продать или купить научно-техническую продукцию.

Метод дробления прибыли. При использовании данного метода делается допущение о том, что прибыль, приносимая ОИС, должна быть разделена между лицензиаром и лицензиатом.

Существуют два варианта расчета этим методом.

Вариант 1. Прибыль является стабильной, равновеликой величиной и поступает в течение неопределенного времени. Стоимость лицензии рассчитывается путем капитализации доли лицензиара в среднегодовом объеме дополнительной прибыли лицензиата.

Вариант 2. Прибыль является переменной величиной по годам. Стоимость лицензии определяется по формуле:

$$P_{\text{л}} = \sum_{i=1}^T (\Pi_{\text{p1}} - \Pi_{\text{p2}}) \cdot V_i \cdot D_{\text{лр}} \cdot R_{\text{д}},$$

где i - конкретный год производства продукции по лицензии; T - срок действия лицензионного договора; Π_{p1} , Π_{p2} - прибыль от продажи единицы продукции с использованием и без использования лицензии соответственно, ден. ед.; V_i - объем продаж продукции в i -м году в натуральном выражении; $R_{\text{д}}$ - ставка дисконтирования (фактор текущей стоимости).

Метод преимущества в прибыли. Под преимуществом в прибыли понимается дополнительная прибыль, обусловленная оцениваемым нематериальным активом, которая возрастает за счет роста качества и (или) количества выпускаемой продукции. Она равна разнице между прибылью, полученной при использовании ОИС, и той прибылью, которую производитель получает от реализации продукции без использования ОИС. Это ежегодное преимущество в прибыли дисконтируется с учетом предполагаемого времени его получения.

11.2. Применение затратного подхода

В основе затратного подхода к оценке нематериальных активов и объектов интеллектуальной собственности лежит учет стоимости затрат на создание, правовую охрану, приобретение и использование оцениваемого ОИС за прошедший период с учетом инфляции и всех потерь.

Метод стоимости создания. Этапы:

Этап 1. Определяется полная стоимость замещения или полная стоимость восстановления нематериального актива. Выявляются фактические затраты, связанные с созданием, приобретением и введением его в действие. При приобретении и использовании нематериального актива необходимо учитывать затраты на: приобретение имущественных прав; освоение в производстве товаров с использованием нематериального актива; маркетинг: исследование, анализ и отбор информации для определения аналогов оцениваемых ОИС.

При создании же нематериального актива на самом предприятии необходимо учитывать затраты на: поисковые работы и разработку темы; создание экспериментальных образцов; услуги сторонних организаций (например, на выявление ОИС, на выдачу охранных документов); уплату патентных пошлин (поддержание патента в силе); создание конструкторской, технической, технологической, проектной документации; составление и утверждение отчета.

Этап 2. Определяется величина коэффициента, учитывающего степень морального старения нематериального актива:

$$K_{mc} = 1 - T_{\phi}/T_n,$$

где T_{ϕ} - срок действия охранного документа по состоянию на расчетный год; T_n - номинальный срок действия охранного документа.

Этап 3. Рассчитывается остаточная стоимость объекта нематериального актива

$$C_0 = Z_c \cdot K_{mc},$$

где Z_c - сумма всех затрат.

Метод выигрыша в себестоимости. Стоимость нематериального акти-

ва измеряется через определение экономии на затратах в результате его использования. Метод применим лишь в тех случаях, когда речь идет о двух близких по своим технико-экономическим показателям видах продукции или о двух способах производства одной и той же продукции; и неприменим в случаях выпуска новых видов товаров. Стоимость нематериального актива определяется как сумма текущих стоимостей экономии на затратах в течение срока его использования.

11.3. Применение сравнительного подхода

Сравнительный подход основан на принципе эффективно функционирующего рынка, на котором инвесторы покупают и продают аналогичного типа активы, принимая при этом независимые индивидуальные решения. Данные по аналогичным сделкам сравниваются с оцениваемыми.

Преимущества и недостатки оцениваемых активов по сравнению с выбранными аналогами учитываются посредством введения соответствующих поправок, т.е. учитываются различия характеристик ОИС аналога и оцениваемого ОИС.

Необходимо иметь в виду, что уникальность и специфика оцениваемого объекта, разнообразие условий коммерческих сделок и конфиденциальность сведений значительно ограничивают применение сравнительного подхода при оценке нематериальных активов.

При оценке стоимости предприятия большое значение имеют средства индивидуализации — товарные знаки, знаки обслуживания.

11.4. Оценка стоимости товарного знака

Понятие товарного знака. По типовой классификации объектов интеллектуальной собственности товарные знаки относятся к объектам промышленной собственности наряду с изобретениями, полезными моделями, промышленными образцами и селекционными достижениями.

Товарный знак — обозначение, способное отличать товары и услуги одних юридических или физических лиц от однородных товаров и услуг других юридических или физических лиц.

Как объект промышленной собственности товарный знак подлежит правовой охране путем государственной регистрации и получения свидетельства на товарный знак.

Через государственную регистрацию:

а) фиксируется объект охраны, т.е. перечень товаров, для обозначения которых используется товарный знак;

б) оповещаются третьи стороны об исключительных правах владельца на товарный знак, т.е. владелец товарного знака имеет исключительное право пользоваться и распоряжаться товарным знаком, а также запрещать его использование другими лицами. Никто не может использовать охраняемый в

России товарный знак без разрешения его владельца.

Товарный знак может быть зарегистрирован на имя юридического либо физического лица, осуществляющего предпринимательскую деятельность и, будучи оборотоспособным активом, может быть объектом реальной оценки.

В России внутренний оборот прав на товарные знаки стал зарождаться после 1992 г., когда были приняты нормативные документы, регламентирующие данный процесс, в том числе Закон «О товарных знаках, знаках обслуживания и наименованиях мест происхождения товаров», Гражданский кодекс РФ. Темпы роста количества лицензионных договоров по товарным знакам превышают аналогичный показатель по другим видам промышленной собственности.

Оценка товарного знака. Теория оценки выделяет совокупность случаев, когда может осуществляться оценка прав на товарные знаки. Как правило, оценка прав на товарные знаки не выделяется из общего понятия оценки интеллектуальной собственности и нематериальных активов. Это вполне обоснованно, так как большинство ситуаций, в которых необходима оценка нематериальных активов, применимо и к товарным знакам. К случаям оценки товарного знака относятся:

- внесение товарного знака в качестве вклада в уставный капитал;
- купля-продажа прав на товарный знак (договор уступки прав на товарный знак);
- заключение лицензионных соглашений;
- определение ущерба в результате нарушения прав на товарный знак (производство и реализация контрафактной продукции);
- реструктуризация и приватизация предприятия;
- получение предприятием кредита;
- страхование товарного знака.

12. ЛЕКЦИЯ 12. ОЦЕНКА РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ ФИНАНСОВЫХ ВЛОЖЕНИЙ

К финансовым вложениям относятся инвестиции предприятия в ценные бумаги и в уставные капиталы других организаций, а также предоставленные другим организациям займы на территории Российской Федерации и за ее пределами. Оценка финансовых вложений осуществляется исходя из их рыночной стоимости на дату оценки и является предметом пристального внимания оценщика. Если рассчитывается рыночная стоимость вложений в ценные бумаги, котирующиеся на рынке (на бирже, на специальных аукционах), то информация берется, например, из сборников «Финмаркет», АК&М и др. Если же ценные бумаги не котируются, то оценщик должен самостоятельно определить их рыночную стоимость.

Оценка эффективности отдельных финансовых инструментов инвестирования, как и реальных инвестиций, осуществляется на основе сопоставления объема инвестиционных затрат, с одной стороны, и сумм возвратного денежного потока по ним, с другой. Вместе с тем, формирование этих показателей в условиях финансового инвестирования имеет существенные отличительные особенности.

Прежде всего, в сумме возвратного денежного потока при финансовом инвестировании отсутствует показатель амортизационных отчислений, так как финансовые инструменты, в отличие от реальных инвестиций, не содержат в своем составе амортизируемых активов. Поэтому основу текущего возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования составляют суммы периодически выплачиваемых по ним *процентов* (на вклады в уставные фонды; на депозитные вклады в банках; по облигациям и другим долговым ценным бумагам) и *дивидендов* (по акциям и другим долевым ценным бумагам).

Кроме того, коль скоро финансовые активы предприятия (каковыми являются финансовые инструменты инвестирования) не амортизируются, они продаются (погашаются) в конце срока их использования предприятием (или в конце обусловленного фиксированного срока их обращения) по той цене, которая сложилась на них на момент продажи на финансовом рынке (или по заранее обусловленной фиксированной их сумме). Следовательно, в состав возвратного денежного потока по финансовым инструментам инвестирования входит стоимость их реализации по окончании срока их использования (фиксированной стоимости по долговым финансовым активам и текущей курсовой стоимости по долевым финансовым активам).

Определенные отличия складываются и в формировании нормы прибыли на инвестированный капитал. Если по реальным инвестициям этот показатель опосредствуется уровнем предстоящей операционной прибыли, которая складывается в условиях объективно существующих отраслевых ограничений, то по финансовым инвестициям инвестор сам выбирает ожидаемую норму прибыли с учетом уровня риска вложений в различные финансовые инструменты. Осторожный (или консервативный) инвестор предпочтет вы-

бор финансовых инструментов с невысоким уровнем риска (а соответственно и с невысокой нормой инвестиционной прибыли), в то время как рисковый (или агрессивный) инвестор предпочтет выбор для инвестирования финансовых инструментов с высокой нормой инвестиционной прибыли (невзирая на высокий уровень риска по ним).

Коль скоро ожидаемая норма инвестиционной прибыли задается самим инвестором, то этот показатель формирует и сумму инвестиционных затрат в тот или иной инструмент финансового инвестирования, которая должна обеспечить ему ожидаемую сумму прибыли. Эта расчетная сумма инвестиционных затрат представляет собой *реальную стоимость финансового инструмента инвестирования*, которая складывается в условиях ожидаемой нормы прибыли по нему с учетом соответствующего уровня риска.

Если фактическая сумма инвестиционных затрат по финансовому инструменту будет превышать его реальную стоимость, то эффективность финансового инвестирования снизится (т.е. инвестор не получит ожидаемую сумму инвестиционной прибыли). И наоборот, если фактическая сумма инвестиционных затрат будет ниже реальной стоимости финансового инструмента, то эффективность финансового инвестирования возрастет (т.е. инвестор получит инвестиционную прибыль в сумме, большей чем ожидаемая).

С учетом изложенного *оценка эффективности того или иного финансового инструмента инвестирования сводится к оценке реальной его стоимости, обеспечивающей получение ожидаемой нормы инвестиционной прибыли по нему.*

Принципиальная модель оценки стоимости финансового инструмента инвестирования имеет следующий вид:

$$C_{\text{фи}} = \sum_{t=1}^n \frac{\text{ВДП}}{(1 + \text{нп})^n},$$

где $C_{\text{фи}}$ - реальная стоимость финансового инструмента инвестирования; ВДП - ожидаемый возвратный денежный поток за период использования финансового инструмента; нп - ожидаемая норма прибыли по финансовому инструменту, выраженная десятичной дробью (формируемая инвестором самостоятельно с учетом уровня риска); n - число периодов формирования возвратных потоков (по всем их формам).

Особенности формирования возвратного денежного потока по отдельным видам финансовых инструментов определяют разнообразие вариаций используемых моделей оценки их реальной стоимости.

Ниже рассмотрены теоретические основы оценки стоимости различных видов финансовых вложений.

Оценка облигации с купоном с постоянным уровнем выплат. Текущая стоимость облигации состоит из двух частей:

– текущей дисконтированной стоимости полученных до даты погаше-

ния процентных платежей;

– текущей дисконтированной стоимости выплаты номинала при наступлении срока погашения облигации.

Текущая стоимость облигации:

$$PV = \sum_{n=1}^N \frac{Y}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^N},$$

где Y - годовые процентные выплаты, определяющиеся номинальным процентным доходом (купонной ставкой); r - требуемая норма доходности, %; M - номинальная стоимость облигации (сумма, выплачиваемая при погашении облигации); n - число лет до момента погашения; $n = 1, 2, 3, \dots, N$.

Оценка облигации с плавающим купоном. Если купонные платежи не фиксированы, то оценщик имеет дело с облигацией с плавающей купонной ставкой. В этом случае поступления процентных платежей нельзя рассматривать как аннуитет: поскольку каждый процентный платеж отличается от других, то он должен рассматриваться как самостоятельный единовременный платеж. Тогда

$$PV = \frac{Y_1}{(1+r)} + \frac{Y_2}{(1+r)^2} + \frac{Y_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{Y_n}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n},$$

где $Y_1, Y_2, Y_3, \dots, Y_n$ - ежегодные процентные выплаты, меняющиеся из года в год.

Оценка бессрочных облигаций (облигации с периодической выплатой процентов, но без обязательного погашения). Текущая стоимость бессрочной облигации:

$$PV = \frac{Y}{r},$$

где Y - купонный доход; r - требуемая ставка доходности.

Оценка привилегированных акций. По своей природе привилегированная акция занимает промежуточное положение между облигацией и обыкновенной акцией. Эта акция подразумевает обязательство выплаты стабильного, фиксированного дивиденда, но не гарантирует возмещения своей номинальной стоимости. При анализе привилегированных акций с точки зрения инвестора необходимо оценивать используемую в расчетах собственную норму прибыли инвестора, показывающую максимальную цену, которую инвестор готов заплатить за акции, или минимальную цену, за которую инвестор готов продать эту акцию. Индивидуальная текущая стоимость акции для инвестора:

$$PV = \frac{D}{r},$$

где PV - текущая стоимость привилегированной акции; D - объявленный уровень дивидендов; r - требуемая норма прибыли (ставка доходности).

Оценка обыкновенных акций. Задача определения стоимости обыкновенных акций значительно отличается от оценки облигаций и привилегированных акций, так как получение доходов по ним характеризуется неопределенностью как в плане величины, так и времени их получения. Имеется некоторая неопределенность информации относительно будущих результатов, прежде всего темпов роста дивидендов. Единственный источник данных для инвестора — статистические сведения о деятельности компании в прошлом. С учетом прошлого опыта и предполагаемых перспектив развития выводятся наиболее точные предположения о будущей доходности.

Модель бесконечного (постоянного) роста. Если ожидается, что дивиденды компании будут расти одинаковыми темпами в неопределенном будущем, то текущая стоимость акций:

$$PV = \frac{D_0(1+g)}{1+r} + \frac{D_0(1+g)^2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{D_0(1+g)^n}{(1+r)^n} = \frac{D_0(1+g)}{r-g},$$

где D_0 - базовая величина дивиденда; g - прогноз темпов роста дивидендов; r - требуемая ставка доходности.

Для зрелых компаний предположение о бессрочном росте является допустимым.

Модель двухстадийного роста. Многие модели оценки базируются на предположении, что темпы роста в конце концов уменьшаются, и, следовательно, происходит переход от уровня роста, превышающего нормальный (от сверхнормального), к нормальному темпу роста.

$$PV = \sum_{t=1}^N \frac{D_0(1+g_s)^t}{(1+r_s)^t} + \frac{D_N + 1}{r_s - g_n} \cdot \frac{1}{(1+r_s)^N},$$

где N - число лет сверхнормального роста; g_s - сверхнормальный темп роста; r_s - требуемая ставка доходности при сверхнормативном росте; D_N - дивиденды года N; g_n - нормальный темп роста.

Таким образом, текущая стоимость акции состоит из:

- текущей стоимости дивидендов за период сверхнормального роста;
- дисконтированной стоимости цены акции в конце периода сверхнормального роста.

Оценка товарно-материальных запасов. Производственные запасы оцениваются по текущим ценам с учетом затрат на транспортировку и скла-

дирование. Устаревшие запасы списываются.

Оценка расходов будущих периодов. Расходы оцениваются по номинальной стоимости, если еще существует связанная с ними выгода. Если же выгода отсутствует, то величина расходов будущих периодов списывается.

Оценка денежных средств. Эта статья не подлежит переоценке.

Оценка дебиторской задолженности. Требуются анализ дебиторской задолженности по срокам погашения, выявление просроченной задолженности с последующим разделением ее на:

- безнадежную (она не пойдет в экономический баланс);
- ту, которую предприятие еще надеется получить (она пойдет в экономический баланс).

При анализе дебиторской задолженности оценщик должен проверить, не являются ли сомнительными векселя, выпущенные другими предприятиями. Несписанная дебиторская задолженность оценивается дисконтированием будущих основных сумм и выплатой процентов к их текущей стоимости. Причем для каждого дебитора применяется своя ставка дисконтирования, учитывающая риск неполучения задолженности.

13. ЛЕКЦИЯ 13. ОЦЕНКА СТОИМОСТИ КОНТРОЛЬНЫХ И НЕКОНТРОЛЬНЫХ ПАКЕТОВ АКЦИЙ

Основополагающим принципом оценки пакетов акций является необходимость предварительно - если для этого есть возможность - оценить рыночную стоимость всей рассматриваемой компании в целом (100% ее обыкновенных акций).

Алгоритм оценки конкретного пакета акций компании.

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

$$V_{\text{пак}} = CK \cdot d,$$

где d - относительный размер, в долях единицы, оцениваемого пакета акций (оцениваемой доли) в ста процентах обыкновенных акций (уставном капитале) предприятия.

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

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

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

Первый шаг алгоритма не требует комментариев.

Учет приобретаемого контроля

Что касается второго шага этого алгоритма, то при его проведении встает вопрос о том, как влияет на стоимость одной акции (одной процентной единицы уставного капитала) предприятия в составе приобретаемого пакета (пая) следующий факт: контрольным или неконтрольным является предлагаемое инвестору участие в капитале предприятия.

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

Действительно, он может не только получать дивиденды (решая большинством своих голосов на собрании акционеров или пайщиков вопрос об их выплате) и перепродавать с рыночным выигрышем (в крайнем случае - с

курсовым проигрышем, но все же извлекать свои средства из неуспешного предприятия) свои ликвидные акции (паи) на фондовом (вторичном) рынке, но и:

- использовать свое влияние для трансферных сделок предприятия (не по рыночным ценам) в пользу третьих аффилированных с ним лиц;
- завышать свою собственную заработную плату, получаемую от предприятия, если имеется в виду прямой либо косвенный частный инвестор, который одновременно выступает менеджером или иным прочим наемным работником предприятия;
- получить в удобный для себя момент свободный от долгов остаток имущества предприятия при добровольной ликвидации предприятия по настоянию контролирующего его инвестора;
- решать вопросы продажи в нужное время (с учетом перечисленных обстоятельств) либо сдачи в аренду нефункционирующих активов предприятия, которые, пользуясь своим влиянием, контролирующей фирму инвестор способен произвольно увеличивать, сокращая объем операций предприятия.

Имея в виду указанные преимущества контролирующего предприятие инвестора, можно с полной определенностью утверждать, что цена одной акции в составе пакета акций и всего пакета акций (одной процентной единицы пая и всего пая) должна содержать как бы *«премию за контроль»*, размер такого пакета (пая) в предприятии с определенным распределением его обычных (голосующих) акций (паев) среди прочих инвесторов доставляет приобретающему подобный пакет (пай) инвестору фактический контроль над предприятием и решением перечисленных выше вопросов.

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

Так, *метод рынка капитала* ориентирован на оценку всего предприятия или одной его акции (одной процентной единицы уставного капитала эй фирмы типа общества или товарищества с ограниченной ответственностью) как бы «глазами» инвестора, приобретающего в предприятии долю меньшинства. Поэтому, если в действительности (применительно к конкретному размеру пакета, приобретаемого венчурным или просто стратегическим инвестором) в конкретном рассматриваемом случае необходима оценка обоснованной либо инвестиционной рыночной стоимости контрольного пакета анализируемого предприятия, то к величине СК* следует добавить некую *«премию за контроль»*. Она может достигать 30-40% от предварительной оценки значения СК*, получаемого этим методом.

Метод сделок, напротив, изначально ориентирован на получение оценки рыночной стоимости изучаемого предприятия в расчете на инвестора, приобретающего контроль над предприятием. Если стоимость предприятия СК* оценивается для инвестора, приобретающего контроль над фир-

мой, то он не требует добавления к получаемой этим методом величине СК* «премии за контроль», так как используемые в методе сделок оценочные мультипликаторы по определению должны были быть рассчитаны по ценам только тех сделок с акциями компании-аналога, результатом которых являлась передача контроля над компанией покупателю в таких сделках.

Если же стоимость предприятия и одной его акции в составе приобретаемого пакета оценивается для инвестора, который приобретает не дающую контроля долю меньшинства в фирме, то, наоборот, нужно, очевидно, уменьшить полученную методом сделок величину СК* на определенную «скидку за неконтрольный характер» рассматриваемого пакета (пая). Эта скидка составляет обычно 20-25% от предварительной оценки стоимости предприятия.

Такие же последствия, как и использование метода сделок, имеет в этом смысле применение *метода дисконтированного денежного потока* и *метода накопления активов*. Они также выводят сразу на оценку стоимости предприятия при обладании контролем над ним (следовательно, не требуют добавления к величине СК* какой-либо «премии за контроль», если в реальном рассматриваемом случае будет предлагаться либо приобретаться контрольный пакет акций - или контрольный пай - предприятия; напротив, если в реальном рассматриваемом случае в оцененном этими методами предприятии будет предлагаться либо приобретаться неконтрольная доля меньшинства, то необходима указанная скидка за неконтрольный характер пакета или пая).

Метод накопления активов также ориентирован на контролирующего предприятие инвестора, так как только он будет иметь достаточно влияния чтобы при необходимости настоять на продаже оцениваемых активов предприятия самих по себе (при одновременном сокращении выпуска даже закрытии предприятия) и присвоении отмеченными выше разнообразными легальными способами выручки от этой продажи.

Важно, что размер присущих той или иной отрасли «премий за контроль» и скидок за неконтрольный характер оцениваемого пакета акций численно, как правило, не совпадают.

Это объясняется тем, что «премии за контроль» рассчитываются на основе статистики, которая отражает перепад в ценах на акции тех же компаний между ценой акции в составе пакетов, *скупаемых для увеличения степени контроля за предприятием*, и ценой акций в обычных сделках купли-продажи мелких пакетов акций. В то же время *скидки за недостаточный контрольный характер* пакета акций определяются на базе сравнения стоимости акций в обычных сделках с мелкими их пакетами и их цены, когда мелкими пакетами распродают крупные пакеты акций. Ясно, что приобретение контроля над компанией при быстро выявляемом факте скупки мелких пакетов требует большей прибавки к цене акции, чем можно было бы ожидать выручить сверх цены акции в обычных сделках при попытке получить компенсацию за утериваемый контроль, который многими покупателями

мелких частей распродаваемого крупного пакета в же время не приобретает-ся.

Влияние ликвидности акций и размещенности их на рынке

Что касается учета того, являются ли акции оцениваемой компании ликвидными, то этот фактор существен лишь для инвестора, который не приобретает контроля над предприятием. Ему важно сохранить возможность извлечь из предприятия - пусть даже не за его счет, а за счет третьих лиц - покупателей акций или пая - свои средства (так, чтобы они оказались заблокированными там) в момент, когда ему это удобно (согласно своим потребительским или иным инвестиционным планам).

Таким образом, если оценивается неконтрольный пакет акций, а акции предприятия неликвидны (доля свободно не реализуема), то со стоимости этого пакета, в которой уже учтена степень обеспечиваемого пакетом акций контроля над предприятием, необходимо произвести *скидку за недостаток ликвидности акций*. Обычно эта скидка составляет порядка 30%. Конечно, в разных отраслях (на основе специально собираемой статистики) она может от этой цифры отличаться.

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

Скидка за неразмещенность акций на фондовом рынке. Эта скидка при необходимости производится дополнительно. Размер ее определяется на основе статистики издержек по размещению на рынке акций сходных по размеру компаний той же отрасли, и рассматриваемая фирма, т.е. издержек по регистрации акций для обращения, по включению в листинг фондовых бирж, по найму постоянных брокеров и т.д. Ориентировочно размер указанной скидки может составлять до 10-15% стоимости акций, ранее уже скорректированной с учетом ров степени обеспечиваемого пакетом акций контроля, а также степени ликвидности акций.

Заметим, что если скидки или премии в расчетах делаются путем прямого вычитания (прибавления) соответствующих сумм, то на каждом шаге алгоритма рассматриваемых корректировок базой, относительно которой производится скидка или премия, является результат предыдущего шага выполнения этого алгоритма: сначала - учет фактора приобретаемого контроля, затем - учет фактора ликвидности акций, далее – учет факта размещенности или неразмещенности акций на рынке.

14. ЛЕКЦИЯ 14. ОЦЕНКА ЛИКВИДАЦИОННОЙ СТОИМОСТИ ПРЕДПРИЯТИЯ

14.1. Определение ликвидационной стоимости предприятия при коротком сроке его ликвидации

Ликвидационная стоимость предприятия в расчете на короткий срок его ликвидации (один-два месяца) является «классическим» пониманием определения ликвидационной стоимости как цели оценки. Наиболее адекватен такой цели оценки метод накопления активов.

Однако применение этого метода в этом случае имеет ряд особенностей.

1. Нужно различать ликвидационную стоимость фирмы и ликвидационную стоимость бизнеса (предприятия) как имущественного комплекса.

В первом случае следует учитывать кредиторскую задолженность компании. Во втором случае ее можно не учитывать, так как обязательства несет именно фирма, а не имущественный комплекс, не являющийся юридическим лицом. Более того, напомним, что продажа имущественного комплекса фирмы-банкрота в качестве одного из вариантов осуществления конкурсного производства может служить одним из вариантов погашения кредиторской задолженности фирмы.

Что касается дебиторской задолженности, где субъектом ее получения также выступает обладающая имущественным комплексом фирма, то дебиторскую задолженность все же можно рассматривать как один из активов бизнеса, который можно продавать в форме контрактной цессии или оформленных векселей.

2. При оценке ликвидационной стоимости предприятия в расчете на короткий срок ликвидации все активы предприятия должны оцениваться не по гипотетической обоснованной рыночной стоимости, а по вероятной чистой (за вычетом издержек ликвидации) выручке, которую реально получить либо при быстрой распродаже активов, составляющих имущественный комплекс предприятия (первая ситуация), либо при быстрой продаже всего имущественного комплекса (всей совокупности активов) в целом (вторая ситуация).

Это, в свою очередь, означает также, что в первой ситуации:

– не следует принимать во внимание и даже пытаться оценивать те активы, которые неликвидны или малоликвидны (их просто не сумеют быстро продать), за исключением случаев, когда (а) уже на момент оценки на это имущество найден конкретный покупатель или если (б) оценка направлена на определение вероятной чистой (за вычетом расходов на утилизацию) выручки от возможной быстрой утилизации соответствующего имущества и реализации ликвидных продуктов утилизации (например, от продажи в качестве металлолома предварительно разрезанного и не содержащего композитов оборудования);

– не нужно включать в расчет оценку тех видов имущества, по кото-

рым у предприятия не имеется достаточно надежных и соответствующим образом оформленных прав собственности либо по которым отсутствует юридическая форма продажи; чаще всего отмеченное может касаться нематериальных активов типа ноу-хау, закрепленной клиентуры, подобранного и обученного персонала и пр.;

- при оценке высоко- и среднеликвидных активов может использоваться только рыночный подход, когда их стоимость устанавливается на основе актуальных конкурентных материалов либо прайс-листов по ценам в фактически состоявшихся сделках купли-продажи таких активов либо их ближайших аналогов; в последнем случае потребуются корректировка, опирающаяся на изучение наблюдавшихся на рынке соответствующего имущества закономерностей по изменению цены вследствие разницы в параметрах, которые отличают друг от друга оцениваемый актив и его ближайший аналог; понимание ликвидационной стоимости как стоимости замещения, восстановительной стоимости либо стоимости, определенной по методу дисконтированных денежных потоков, недопустимо;

- в части изнашиваемых видов имущества учет износа также должен осуществляться в рамках рыночного подхода к оценке - так, чтобы конкурентные материалы или прайс-листы относились к активам, характеризующимся сопоставимыми уровнями физического, технологического и функционального видов износа.

Дополнительные особенности оценки во второй ситуации сводятся к тому, что:

- действующий имущественный комплекс, если на нем производится имеющая сбыт выгодная продукция, стоит дороже, чем такой же, но не запущенный в действие имущественный комплекс;

- поиск конкурентных материалов по аналогичным недавно продававшимся имущественным комплексам обычно затруднен (из-за редкости подобных сделок и коммерческой секретности условий таких сделок); поэтому ликвидационную стоимость имущественного комплекса может оказаться допустимым оценивать с помощью доходного подхода к оценке бизнеса или метода накопления активов – однако при условии согласования оценки с конкретным потенциальным покупателем (оценка в рамках стандарта обоснованной стоимости).

«Классическую» ликвидационную стоимость (в расчете на короткий срок ликвидации) имущественного комплекса оценить очень трудно, если не невозможно. Поэтому и с необходимостью такой оценки сталкиваются довольно редко.

14.2. Оценка ликвидируемого предприятия при длительном сроке его ликвидации

В ряде случаев предприятие может оцениваться в расчете на то, что потенциальный новый его владелец станет ликвидировать бизнес, делая это, однако, так, что предприятие будет сворачиваться не сразу, а постепенно.

Это предопределяет отличие указанного определения стоимости от цели оценки «классической» ликвидационной стоимости. Оценка стоимости предприятия, подлежащего ликвидации в течение относительно длительного времени, в отличие от термина «ликвидационная стоимость» можно иногда называть «стоимостью ликвидируемого предприятия».

Тогда в течение заранее планируемого периода ликвидации (достаточно длительного для того, чтобы было нельзя игнорировать его протяженность во времени) параллельно будут происходить следующие процессы:

- планомерное сокращение объемов выпуска и продаж продукции;
- обусловленное темпом этого сокращения высвобождение основных производственных фондов, превращающихся в избыточные активы;
- подготовка к продаже и продажа нарастающего количества избыточных активов;
- продолжение обслуживания и погашения кредиторской задолженности согласно имеющимся кредитным соглашениям и договорам, срок истечения которых не превышает планируемого срока ликвидации предприятия;
- планируемое постепенное (согласно особому плану) досрочное погашение долгосрочной кредиторской задолженности, договорный срок погашения которой выходит за рамки планируемого срока ликвидации бизнеса (вплоть до этого с еще не погашенной суммы задолженности производится уплата процентов);
- получение поступлений в счет погашения дебиторской задолженности, срок истечения обязательств по которой не превышает планируемого срока ликвидации предприятия;
- планируемая постепенная (также согласно особому плану) распродажа просроченной дебиторской задолженности и прав по истребованию долгосрочной дебиторской задолженности, срок погашения которой выходит за пределы планируемого срока ликвидации бизнеса.

Оценка ликвидируемого таким образом предприятия может быть многовариантной - в расчете на разные планируемые сроки ликвидации и на разные варианты планов свертывания операционной деятельности, погашения долгосрочной кредиторской задолженности и истребования платежей по долгосрочной дебиторской задолженности.

Очевидно, оценка стоимости ликвидируемого предприятия в расчете на максимизирующий ее значение вариант срока и плана ликвидации бизнеса (включая планы погашения кредиторской задолженности и получения доходов с дебиторской задолженности) и должна служить окончательной.

Методика оценки ликвидируемого предприятия при относительно длительном сроке его ликвидации представляет собой сочетание доходного и имущественного подходов к оценке бизнеса. То есть стоимость ликвидируемого предприятия равна сумме текущих стоимостей денежных потоков от продолжения деятельности предприятия и вероятной выручки (рыночной стоимости) от постепенной продажи активов (с учетом дебиторской задолженности) за вычетом погашения кредиторской задолженности.

Очевидно, что шагом анализа при планировании денежных потоков, должен быть скорее месяц, а не год.

Особенности планирования выручки от реализации имущества:

1) По тем единицам высвобождаемого имущества, которые предприятие станет продавать с использованием посредников (специфические виды имущества), выручка должна быть уменьшена на комиссионные для них.

2) Ликвидируемому предприятию, если оно имеет активы с высокой остаточной балансовой стоимостью и одновременно с высокой степенью морального износа, на срок его ликвидации, по-видимому, придется переходить на процедуру закрытия балансов по их оценочной стоимости - иначе в случае реализации высвобождаемых активов по цене ниже их остаточной балансовой стоимости на соответствующую разницу у предприятия станет увеличиваться налогооблагаемая прибыль и увеличиваться уплачиваемый налог на прибыль. Следовательно, нужно учитывать оплату услуг оценщиков.

3) Следует исключить те недостаточно ликвидные активы, которые не представляется реальным продать в течение планируемого срока ликвидации. К ним в первую очередь могут относиться залежалые складские запасы не пользующейся спросом нереализованной готовой продукции, специальных видов сырья, полуфабрикатов и комплектующих изделий для нее, незавершенное производство (но не полуфабрикаты универсального применения), дебиторская задолженность (последних очередей) предприятий-банкротов.

4) Оценка рыночной стоимости активов не должна опираться на какие-либо умозрительные методы и формулы, так как целью оценки здесь выступает определение конкретной величины вероятного размера выручки от продажи соответствующих активов. По преимуществу, так понимаемая оценка должна предполагать применение метода сравнительных продаж.

5) Высвобождаемые активы оцениваются как вероятная выручка, которую можно будет получить в определенный непренебрежимо далеко будущий период. Следовательно, рассматривавшиеся скидки нужно рассчитывать с учетом прогноза всех видов износа, которые накопятся к этому периоду. Кроме того, получаемые величины выручки от продажи имущества подлежат дисконтированию, т. е. приведению по времени к моменту оценки. Это должно также делаться с учетом рисков получения дохода от продажи, которые являются разными на рынках сбыта разных видов как нового, так и поддержанного имущества. Последнее предопределяет необходимость использования разных норм дохода (ставок дисконтирования), каждая из которых компенсирует риски бизнеса по продажам имущества разных видов.

Самым простым способом расчета этих ставок является использование модели оценки капитальных активов с применением в ней в отраслевых (среднеотраслевых) коэффициентов «бета».

6) В составе оцениваемых по вероятной выручке от их продажи активов особое внимание необходимо обратить на дебиторскую задолженность. Ее можно разделить на дебиторскую задолженность:

- непросроченную, со сроком истечения в пределах планируемого срока ликвидации предприятия;

- непросроченную, со сроком истечения за пределами планируемого срока ликвидации бизнеса;
- просроченную, которую можно продать;
- просроченную, которую невозможно продать.

Формами продажи дебиторской задолженности являются:

- уступка права взимания задолженности по договорам контактной цессии (переуступки прав);
- продажа векселей (если дебиторская задолженность оформлена векселем).

В части учета просроченной и выходящей за срок ликвидации предприятия долгосрочной дебиторской задолженности могут предусматриваться такие варианты действий:

- продажа дебиторской задолженности в форме уступки прав по ее истребованию специализированным факторинговым фирмам или банкам;
- реструктуризация (отсрочка или рассрочка) просроченной дебиторской задолженности в течение периода ликвидации бизнеса с получением под нее непросроченного векселя, который может быть предметом купли-продажи на вексельном рынке;
- истребование просроченной дебиторской задолженности через суд (с учетом сроков подачи соответствующих исков, необходимых судебных и юридических издержек и вероятных сроков получения причитающихся сумм).

Факторинговые компании покупают право истребовать долг за часть величины этого долга, размер которой зависит как от срока наступления права взыскать долг (по непросроченной задолженности), так и от надежности дебитора и доходов с его бизнеса.

Векселя дебиторов предприятия выступают как более или менее ликвидные ценные бумаги, если они являются переводными и, желательно, авалированными (гарантированными хотя бы на часть их суммы) каким-либо серьезным банком, учитываемыми (способными служить залогом при взятии кредита в банке).

Оценка непросроченной дебиторской задолженности, со сроком истечения в пределах планируемого срока ликвидации предприятия, в рассматриваемом случае может осуществляться с использованием метода дисконтированных денежных потоков.

Другим способом оценить названную непросроченную задолженность выступает ее оценка как возможного предмета продажи посредством реализации контрактной цессии или векселя.

Оценка непросроченной, со сроком истечения за пределами планируемого срока ликвидации бизнеса, задолженности осуществляется следующими двумя альтернативными методами:

- в части поступлений, ожидаемых в рамках планируемого срока ликвидации бизнеса, определяется их текущая стоимость; в части же поступлений, ожидаемых в рамках планируемого срока ликвидации предприятия, оценивается вероятная выручка от перепродажи права на их истребование;

затем обе полученные величины суммируются;

- вся непросроченная задолженность оценивается как возможный предмет продажи посредством реализации контрактной цессии или векселя.

Оценка просроченной дебиторской задолженности, которую можно продать (сколь-либо ликвидной дебиторской задолженности), основывается на том, что на рынках контрактных цессий или векселей находят информацию о величине дисконта (т. е. процентной скидки с цены; в данном контексте - с суммы задолженности), который характерен для перепродажи в соответствующей форме просроченной дебиторской задолженности рассматриваемого дебитора. За оценку рыночной стоимости (вероятной выручки от продажи) просроченной дебиторской задолженности соответствующего дебитора тогда берут сумму этой задолженности, уменьшенную на процент, равный рыночному дисконту по просроченной задолженности анализируемого дебитора.

Точно так же можно оценивать и вероятную выручку от продажи непросроченной задолженности конкретного дебитора - с той лишь разницей, что тогда еще одним фактором, который следует принимать во внимание при отыскании соответствующей рыночной информации, должен быть срок до погашения этой непросроченной задолженности (а также, возможно, график ее погашения во времени).

Просроченная дебиторская задолженность при этом поддается оценке и исходя из предположения о том, что ее в принципе можно реструктурировать (отсрочить, рассрочить), превратив в непросроченный вексель. Тогда предметом оценки уже становится гораздо более ликвидный непросроченный вексель.

В том же, что касается оценки просроченной дебиторской задолженности, которую невозможно продать, то ее следует полностью исключить из состава активов, которые учитываются при оценке стоимости ликвидируемого предприятия.

7) При оценке стоимости ликвидируемого предприятия по сравнению с оценкой «классической» ликвидационной стоимости несколько смягчаются ограничения, накладываемые на учет в этой оценке различных видов нематериальных активов.

Так, в расчет можно уже принимать менее ликвидные нематериальные активы, на которые за разумный срок, укладываемый в планируемый срок ликвидации, можно найти покупателя. Далее, те нематериальные активы, на которые в момент оценки еще не оформлены права собственности (регистрации), тоже могут стать предметом оценки, если за тот же срок реальным окажется это сделать (и найти на них покупателя).

Оценка стоимости ликвидируемого предприятия в расчете на относительно длительный срок его ликвидации представляет собой, таким образом, оценку предприятия, по сути, как действующего, но планомерно - вплоть до полной ликвидации - сокращаемого.

15. ЛЕКЦИЯ 15. МЕТОДЫ ОЦЕНКИ И УПРАВЛЕНИЯ СТОИМОСТЬЮ БИЗНЕСА, ОСНОВАННЫЕ НА КОНЦЕПЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПРИБЫЛИ

15.1. Концепция управления стоимостью. Факторы и показатели стоимости

Содержание концепции управления стоимостью компании заключается в том, что управление должно быть нацелено на обеспечение роста рыночной стоимости компании и ее акций.

Значимость данного вопроса велика, поэтому широко отражается в научных и практических исследованиях.

В настоящее время концепция управления стоимостью принята специалистами по экономике в качестве базовой парадигмы развития бизнеса. Согласно концепции целесообразно отказаться от неэффективных бухгалтерских критериев оценки успешности функционирования компании и принять в качестве основы критерий, наиболее простой и понятный для акционеров и инвесторов, — добавленная стоимость.

Принципы концепции управления стоимостью:

- наиболее приемлемый показатель, позволяющий адекватно оценить деятельность компании, — поток денежных средств, генерируемый компанией;

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

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

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

Концепция управления стоимостью позволяет объяснить причины перелива капитала из одной компании, отрасли, страны в другую. Капитал — возрастающая категория, поэтому его стоимость должна постоянно увеличиваться. Если стоимость капитала не возрастает, то его собственники принимают решение о новой сфере его приложения, в которой эта стоимость будет создаваться.

Построение системы управления стоимостью начинается с базового уровня и захватывает управленческую и финансовую системы компании.

При переходе к концепции управления стоимостью необходимо выявление факторов роста стоимости компании, воздействуя на которые, менеджеры могли бы существенно повысить стоимость.

Факторы стоимости можно разделить на две группы: внешние (не подлежащие воздействию со стороны менеджмента компании) и внутренние (подвластные менеджменту). Невозможность воздействия на внешние факторы (например, законодательные ограничения, изменение налогового законодательства, инфляционные риски и т.д.) не означает, что менеджеры не могут предвидеть их изменение и минимизировать негативные последствия либо максимизировать выгоды. Задача менеджмента состоит в том, чтобы «защитить» стоимость своей компании от колебания внешних факторов как можно в большей степени. Система внутренних факторов стоимости представляет собой совокупность показателей деятельности компании и отдельных ее единиц.

Показатели детализируются для каждого уровня управления, при этом каждое подразделение отвечает за те факторы стоимости, на которые оно может воздействовать. Система показателей, характеризующих эффективность компании в рамках концепции управления стоимостью, постоянно обновляется.

Значительный вклад в развитие данной концепции был внесен Беннетом Стюартом — разработчиком показателя экономической добавленной стоимости (EVA) и Альфредом Раппапортом — разработчиком показателя акционерной добавленной стоимости (SVA).

15.2. Сущность и применение показателя экономической добавленной стоимости (EVA)

Из всех существующих показателей, используемых в рамках концепции управления стоимостью компании, показатель EVA наиболее известен и распространен.

Показатель EVA определяется как разность между чистой операционной прибылью после налогообложения и затратами на привлечение капитала. EVA позволяет оценить реальную экономическую прибыль при требуемой ставке доходности, которую акционеры и кредиторы смогли бы получить, вложив свои средства в ценные бумаги с таким же уровнем риска.

Существуют два основных способа расчета показателя EVA:

1-й способ:

$$EVA = \text{чистая операционная прибыль после налогообложения (NOPAT)} - \text{средневзвешенная стоимость капитала (WACC)} \cdot \text{инвестированный капитал (CAPITAL employed)}$$

2-й способ:

$$EVA = (\text{норма возврата капитала (ROI)} - \text{средневзвешенная стоимость капитала (WACC)}) \cdot \text{инвестированный капитал (CAPITAL employed)}$$

Основные факторы, формирующие EVA: чистая операционная прибыль после налогообложения, выручка от реализации, затраты, номинальная ставка налогообложения, капитал, стоимость капитала. При управлении стоимостью компании основные факторы могут быть разделены на более мелкие составляющие.

Увеличивая значение показателя EVA путем воздействия на приведенные факторы, менеджер увеличивает стоимость компании.

Оценка компании на основе показателя экономической добавленной стоимости (EVA). С помощью показателя EVA можно рассчитать стоимость компании:

Стоимость компании = ранее инвестированный капитал + текущая добавленная стоимость от капитальных вложений + сумма текущих добавленных стоимостей от новых проектов

Необходимо учитывать, что простота расчета показателя EVA кажущаяся. Разработчиком показателя (Б. Стюартом) предусматривается внесение возможных поправок и корректировок величины чистой операционной прибыли после налогообложения (а) и инвестированного капитала (б).

а) Чистая операционная прибыль после налогообложения = прибыль от продаж, скорректированная на проценты + процентные платежи по лизингу + увеличение по сравнению с ценной приобретения запасов, учтенных по методу ЛИФО + амортизация гудвилла + увеличение резерва по сомнительным долгам + увеличение затрат на НИОКР долгосрочного характера – величина налогов;

б) Инвестированный капитал = балансовая стоимость обыкновенных акций + привилегированные акции + доли меньшинства + отсроченные налоги + резерв ЛИФО + накопленная амортизация гудвилла + краткосрочная задолженность, по которой начисляются проценты + долгосрочный заемный капитал + капитализированный лизинг + текущая стоимость некапитализируемого лизинга.

В процессе управления стоимостью компании показатель EVA используется при: составлении капитального бюджета; оценке эффективности деятельности подразделений или компании в целом; разработке оптимальной и справедливой системы премирования менеджмента.

Значение экономической добавленной стоимости:

- является инструментом для измерения «избыточной» стоимости, созданной инвестициями;
- выступает индикатором качества управленческих решений: постоянная положительная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, отрицательная — о снижении;
- служит инструментом для определения нормы возврата капитала выделяя при этом часть денежного потока, заработанного за счет инвестиций;

- базируется на стоимости капитала как средневзвешенном значении различных видов финансовых инструментов, используемых для финансирования инвестиций;

- позволяет определять стоимость компании, а также оценивать эффективность подразделений компании или отдельных имущественных комплексов.

Недостатки показателя EVA:

- на величину показателя EVA существенно влияет первоначальная оценка инвестированного капитала (если она занижена, то созданная добавленная стоимость — высокая, если завышена, то, наоборот, добавленная стоимость — низкая). При этом автором показателя предлагается ряд корректировок балансовой величины инвестированного капитала, что также может внести дополнительный субъективизм в расчеты, что приведет к искажению рыночной стоимости;

- основная часть добавленной стоимости показателя приходится на постпрогнозный период, что представляет собой «корректировку» на «неучет» реальной стоимости инвестированного капитала в добавленных стоимостях прогнозного периода.

15.3. Сущность и применение показателя акционерной добавленной стоимости (SVA)

Показатель SVA представляет собой прирост стоимости инвестированного капитала. В отличие от показателя EVA, базирующегося на бухгалтерской оценке инвестированного капитала с определенными поправками, показатель SVA исходит из рыночной стоимости инвестированного капитала.

Методика расчета показателя SVA базируется на том, что рациональные инвестиции должны вызвать большее увеличение стоимости капитала компании. Разница между ростом стоимости капитала компании и произведенными инвестициями, вызвавшими этот рост, и будет увеличением стоимости акционерного капитала. Прирост стоимости акционерного капитала происходит при условии, что рентабельность новых инвестиций компании превышает средневзвешенную стоимость капитала ($ROIC > WACC$).

Основные предпосылки для расчета SVA являются:

- прогнозный период ограничен периодом конкурентных преимуществ;

- величина амортизации равна величине текущих (нестратегических) капитальных вложений, связанных с поддержанием существующего состояния основных фондов;

- стоимость, добавленная новыми инвестициями, учитывается в тот же год, в который данная инвестиция была совершена;

- первоначальный инвестированный капитал при расчете стоимости бизнеса фиксируется по рыночной оценке.

Показатель SVA используется для управления стоимостью компании в качестве:

- величины, на базе которой после расчетов, исходя из последовательности оценки, делается вывод о стоимости оцениваемой компании на определенную дату;

- показателя, позволяющего сделать вывод о степени эффективности инвестиций, т.е. выявить, была ли создана новая добавленная стоимость или наоборот, в результате нерационального инвестиционного решения произошло «разрушение» существующей стоимости.

Оценка стоимости компании с помощью SVA:

Стоимость компании = рыночная стоимость инвестированного капитала в начале периода + накопленная величина SVA прогнозного периода + рыночная стоимость ценных бумаг и иных инвестиций

По данной формуле предлагаются два способа расчета показателя SVA:

1-й способ:

$$SVA = \text{изменение стоимости инвестированного капитала,}$$

где

стоимость инвестированного капитала = накопленная текущая стоимость денежного потока + текущая стоимость остаточной стоимости

2-й способ:

$$SVA = \text{текущая стоимость остаточной стоимости} - \text{текущая стоимость стратегических инвестиций,}$$

где

Остаточная стоимость = капитализированное изменение чистой операционной прибыли после налогообложения

Текущая стоимость стратегических инвестиций = текущая стоимость изменения инвестированного капитала

Необходимо отметить, что второй способ расчета аналогичен способу расчета с помощью EVA по изменениям чистой операционной прибыли после налогообложения и стоимости изменения инвестированного капитала.

Выделяют следующие факторы, определяющие показатель SVA: темпы роста выручки; прибыль от операционной деятельности; увеличение инвестиций в основной капитал; увеличение инвестиций в оборотный капитал; ставка налогов; стоимость капитала.

Показатель SVA, так же как и показатель EVA, в процессе управления стоимостью компании применяется для:

- оценки стоимости компании;

– получения информации о степени эффективности осуществленных инвестиций.

Преимущества применения показателя SVA связаны с нетрудоемким определением с его помощью степени достижения фирмой, подразделением или отдельным проектом цели — увеличения рыночной стоимости.

Использование показателей EVA и SVA при управлении стоимостью в отличие от показателя денежного потока дает возможность понять, насколько эффективны были совершенные инвестиции. Распределение суммы добавленной стоимости по годам при этом различно.

Важным преимуществом показателя SVA является учет стоимости, добавленной новыми инвестициями, в том же году, когда данная инвестиция была совершена.

В случае одинаковых допущений и при корректном использовании методов оценки, базирующихся на денежных потоках, и методов, основанных на концепции экономической прибыли, стоимость компании будет одинакова.

Фактически SVA, и EVA представляют собой частные случаи денежного потока и фиксируются как показатели при использовании несколько иного расчета, ставящего акцент на другие характеристики, необходимые для управления стоимостью компании.

Показатель SVA имеет значительное преимущество по сравнению с EVA, заключающееся в оценке первоначальной величины инвестированного капитала по рыночным данным. В отличие от расчета с SVA при работе с помощью EVA предусматривается внесение большего количества корректировок при вычислении чистой операционной прибыли после налогообложения и первоначальной величины инвестированного капитала. Очевидно, что корректный расчет величины данных показателей будет определяющим при формировании выводов в рамках управления стоимостью компании.

Ограничения в использовании показателей SVA и EVA:

- ограничение связано с существующей предпосылкой о «бесконечном» периоде функционирования компании: при расчете остаточной стоимости, которая с EVA определяется как величина постпрогнозного периода, ограниченного сроком конкурентных преимуществ, а с SVA — как величина, «разбросанная» на соответствующие годы прогнозного периода, возможна переоценка стоимости компании.

- ограничение обусловлено наличием искаженной величины стоимости основных фондов и, как следствие, неточным расчетом величины амортизационных отчислений.

Несмотря на отмеченные недостатки, оценка на базе показателей SVA и EVA дает дополнительный инструмент при проведении расчет позволяет «разложить» стоимость по годам и является развитием метода дисконтирования денежных потоков.

16. ЛЕКЦИЯ 16. ОПЦИОННЫЙ МЕТОД ОЦЕНКИ БИЗНЕСА

Традиционные подходы к оценке бизнеса часто демонстрируют свою ограниченность. Если рассматривать методы доходного подхода, то прежде всего им присуща значительная недооценка стоимости предприятий, функционирующих в условиях неопределенности. Очевидно, что основной причиной этого является неуклонное следование тезису об отсутствии гибкости оцениваемого бизнеса и соответственно должной реакции менеджмента на негативные изменения внешней среды. Существует также проблема использования результатов традиционного анализа дисконтированных денежных потоков для выработки будущих сценариев развития предприятия в рамках стратегического управления стоимостью.

В связи с этим возрастает значение новейших методов оценки бизнеса, которые могут использоваться на практике как для оценки предприятия внешними организациями, так и для принятия более взвешенных внутрифирменных решений, нацеленных на управление стоимостью предприятия в перспективе. К числу таких методов относится метод реальных опционов (далее будет использоваться сокращение ROV-метод от англ. — Real Options Valuation), предложенный рядом зарубежных авторов в середине 80-х гг. прошлого века, а по отдельным видам опционов — в конце 70-х гг. и нашедший практическое применение с середины 90-х гг. Важнейшая особенность метода — его способность учитывать быстро меняющиеся экономические условия, в которых функционируют предприятия. В настоящее время ROV-метод (опционный метод) еще не признан в полной мере — о возможностях и пределах его применения продолжают активные дискуссии.

Теория реальных, или управленческих, опционов представляет собой объединение экономических, финансовых и управленческих положений и разных подходов к прогнозированию денежных потоков с учетом различной степени неопределенности доходов, прибыли, издержек и иных факторов на стадиях функционирования объекта оценки.

Согласно мнению сторонников опционного метода количественный учет «ценности» выбранных менеджментом стратегий и всех возможностей предприятия, которые традиционно не используются при проводимых расчетах, способствует получению более объективных результатов оценки любого бизнеса.

16.1. Основные типы реальных опционов

Суть понятия «реальный опцион» аналогична сути понятия «опцион на рынке ценных бумаг», который представляет собой производную ценную бумагу, дающую ее покупателю право продать или купить конкретное количество благ (других ценных бумаг) в заданное время по определенной цене. В зависимости от будущей курсовой динамики владелец опциона может реализовать или не реализовать свое право, а обязательство купли или продажи имеет продавец опциона. Таким образом, опцион всегда представляет собой

возможность совершения того или иного действия.

Особенностью современного предпринимательства является то, что руководство предприятия может принимать решения, исходя из будущих внешних условий, причем обязательство выполнить то или иное действие часто отсутствует.

Современные исследователи выделяют множество разнообразных реальных опционов (табл. 16.1).

Таблица 16.1

Основные типы реальных опционов

Тип опциона	Краткая характеристика	Сфера применения
Опцион отсрочки использования	Существует тогда, когда руководство имеет арендный договор (опцион на покупку) на землю или иные ресурсы, действующий в течение определенного срока. Предполагает немедленное начало деятельности предприятия или отсрочка на n периодов	Добыча полезных ископаемых, сельское хозяйство, строительство
Опцион времени	Наличие выбора между продолжением или прекращением инвестиций в бизнес	Наукоемкие отрасли промышленности, фармацевтика
Опцион на регулирование масштабов	Увеличение или уменьшение масштабов бизнеса	Недвижимость, добывающая промышленность
Опцион на прекращение деятельности	Предназначен для ограничения риска потерь. Предполагает продажу активов или полное прекращение бизнеса при ухудшении конъюнктуры рынка	Капиталоемкие отрасли промышленности, финансовые услуги
Опцион на изменение продукции (опцион реорганизации)	Предоставляет возможность гибкого использования определенных активов. Предполагает смену ассортимента без существенных капиталовложений. Опцион реорганизации может быть как на покупку, так и на продажу	Мелкосерийное или единичное производство товаров
Опционы роста	Осуществление новых проектов за счет реализации текущего	Все виды производства, зависящие от состояния инфраструктуры
Многофункциональные опционы	Предполагает оценку опционов данного типа по принципу суммы частных опционов, формирующих те или иные комбинации	Большинство крупных проектов во всех перечисленных отраслях

16.2. Различия метода реальных опционов и метода дисконтированных денежных потоков

Метод реальных опционов не является альтернативой методу дисконтирования денежных потоков, а наоборот дополняет его, делая полученную с использованием метода ДДП оценку более соответствующей неустойчивой и постоянно меняющейся ситуации на рынке.

В табл. 16.2 приведены различия метода реальных опционов и классического ДДП по трем основным параметрам.

Таблица 16.2

Особенности методов ДДП и ROV

Параметр, влияющий на стоимость объекта	ДДП	ROV
Степень возможности изменения стоимости какого-либо актива в течение определенного, как правило, краткосрочного периода времени	В условиях неопределенности инвесторы требуют дополнительную премию за риск, что приводит к уменьшению денежного потока и снижению стоимости предприятия	Стоимость предприятия возрастает при наличии у него «пространства» для принятия решений, так как в этом случае можно выработать меры защиты от негативного воздействия внешней среды
Безрисковая процентная ставка	Повышение безрисковой процентной ставки приводит к большему дисконтированию будущего денежного потока и в результате к снижению стоимости предприятия	Повышение безрисковой процентной ставки ведет к росту стоимости предприятия, так как капитал «размещается» в виде безрисковых инвестиций, а затем используется в рамках стратегических возможностей
Прогнозный период	Оценка предприятия на более длительную перспективу связана с большим дисконтированием денежных потоков и в результате обуславливает снижение его стоимости	При оценке предприятия на более длительную перспективу больше вероятность того, что положительные денежные потоки от будущих инвестиций превысят отрицательные потоки от текущих инвестиций и стоимость предприятия повысится

Для утвердительного ответа на вопрос о значении опционной теории

для оценки необходимо проследить, улучшает ли ее применение точность исчисления стоимости бизнеса. Поэтому требуется остановиться на рассмотрении основных положений теории опционного ценообразования.

16.3. Алгоритм расчета различных показателей при использовании опционного метода оценки бизнеса

Базовая формула, на которой основывается метод:

$$NPV_s = NPV_p + ROV,$$

где NPV_s – стратегический показатель NPV; NPV_p – пассивное значение NPV, рассчитанное на основе традиционного метода ДДП; ROV – стоимость опционов активных действий менеджмента оцениваемого предприятия.

Модель Блэка-Скоулза, с помощью которой может определяться цена опциона:

$$C = V \cdot N(d_1) - I \cdot e^{-r \cdot T} \cdot N(d_2),$$

где C – стоимость опциона; V – текущая стоимость актива; $N(d_1)$ и $N(d_2)$ – кумулятивные вероятности в соответствии с нормальным распределением; $e^{-r \cdot T}$ – база логарифма (константа);

$$d_1 = \frac{\ln \frac{V}{I} + (r_f + 0,5 \cdot \sigma^2) \cdot T}{\sigma \cdot \sqrt{T}};$$

$$d_2 = d_1 - \sigma \cdot \sqrt{T},$$

где r_f – безрисковая процентная ставка; σ – стандартное отклонение вероятностей; σ^2 – дисперсия; T – срок действия опциона, годы; I – установленная в момент покупки опциона цена приобретения актива в будущем (расходы на будущие инвестиции и т.п.).

Биномиальная модель, с помощью которой может определяться цена опциона:

$$V_o = V_1 + V_f,$$

где V_1 – прошлая деятельность, воплощена в полной восстановительной (балансовой) стоимости материальных (МА), нематериальных активов (ИА) и их физическом износе (W_f), который произошел за это время, а также стоимости оборотных средств (СА) и долговых обязательств (D):

$$V_1 = MA + IA - W_f + CA - D,$$

где V_f – стоимость компании, зависящая от качества работы менеджеров в будущем.

Выделить из общей величины стоимости долю, которая будет создана менеджментом, можно с помощью расчета стоимости гудвилла (GV) и опциона (VX):

$$V_f = GV + VX.$$

16.4. Преимущества и недостатки опционного метода

Преимущества:

1) модели опционного ценообразования могут быть использованы для оценки любого актива, имеющего опционные характеристики, хотя и с некоторыми ограничениями. Например:

- опционы на различные активы (биржевые опционы);
- акции (как опцион колл на активы фирмы либо на часть заложенного имущества);
- инструменты с характеристиками опционов, в том числе некоторые виды облигаций;
- патенты (рассматриваются как опционы на продукты);
- полезные ископаемые и некоторые другие природные ресурсы;
- инвестиционные проекты, предусматривающие возможности выбора вариантов;
- долгосрочные контракты (с правом пролонгации);
- лизинговые сделки и арендные договоры (с правом продления);
- в сфере имущественного страхования;
- в управлении финансами;
- при анализе эффективности процесса слияния и присоединения компаний;

2) отсутствие необходимости определения субъективных вероятностей при оценке предпринимательских возможностей;

3) способность метода учитывать быстро меняющиеся экономические условия, в которых функционирует предприятие.

Недостатки:

1) Использование единой, постоянной процентной ставки в расчетах на основе построения дерева решений. Существует возможность включения в опционную модель теоретически необходимых переменных факторов дисконтирования, зависящих от времени и внешних условий, но их применение сопряжено с большими трудностями;

2) методика ценообразования опциона базируется на достаточно сложном математическом аппарате;

3) в некоторых случаях метод достаточно трудоемок для оценки стоимости предприятия в условиях неопределенности.

17. ЛЕКЦИЯ 17. РЕСТРУКТУРИЗАЦИЯ ПРЕДПРИЯТИЯ НА ОСНОВЕ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ СТОИМОСТИ

Главная цель реструктуризации — поиск источников развития предприятия (бизнеса) с помощью внутренних и внешних факторов. Внутренние факторы основаны на выработке операционной, инвестиционной и финансовой стратегий создания стоимости за счет собственных и заемных источников финансирования; внешние — на реорганизации видов деятельности и структуры предприятия.

Стратегическая цель — повышение стоимости акционерного капитала за счет эффективного использования ресурсов.

17.1. Стратегии управления стоимостью предприятия

Процесс создания стоимости предприятия:

1) оценка предприятия «как есть»: по данным о текущем состоянии и нынешних производственных и финансовых планах руководства предприятия. Для оценки используется метод дисконтирования денежных потоков;

2) углубленный финансовый анализ предприятия, выявление факторов, «движущих стоимость» внутри предприятия, разработка и воплощение стратегий увеличения стоимости, основанных на воздействии на те или иные факторы;

3) использование возможностей организационного реструктурирования, например продажа производственных подразделений, покупка компаний, слияние, создание совместного предприятия, ликвидация подразделения и т.д.;

4) финансовое реструктурирование, означающее принятие решений в отношении уровней задолженности, увеличения собственного капитала, конвертации долга в собственный капитал.

Особое внимание уделим второму этапу — созданию дополнительной стоимости внутри предприятия путем воздействия на факторы, движущие стоимость.

Факторы, движущие стоимость — это отдельные переменные в модели дисконтированных денежных потоков. При количественном изменении той или иной переменной происходит изменение величины денежного потока и соответственно стоимости.

К важнейшим факторам, движущим стоимость, относятся: временной фактор, объемы реализации, себестоимость реализованной продукции, соотношение постоянных и переменных затрат, маржа валовой прибыли, собственные оборотные средства, основные средства, соотношение собственных и заемных средств в структуре капитала предприятия, стоимость привлечения капитала.

Семь факторов непосредственно влияют на величину денежного потока, восьмой и девятый — на ставку дисконта.

Воздействие на те или иные факторы (управление стоимостью) осуществляется согласно конкретным стратегиям развития предприятия. При этом

применяются два основных подхода: *лидерство по затратам* и *дифференциация*.

Первый подход заключается прежде всего в строгом контроле над затратами и тем самым в максимальном повышении эффективности производства; второй — в концентрации усилий предприятия на производстве и реализации продукции, не имеющей серьезных конкурирующих аналогов.

Операционные стратегии рассматривают следующие стоимостные факторы: ассортимент производимой продукции или услуг, ценообразование, выбор рынков, рекламу, эффективность затрат, систему сбыта, качество обслуживания клиентов.

При первом подходе (лидерство по затратам) оптимальными являются следующие приемы: сокращение доли постоянных затрат путем экономии на административных и накладных расходах; оптимизация связей с поставщиками с целью дополнительной экономии на затратах; увеличение своей доли на рынке для достижения экономии на масштабах по каждому виду деятельности; обеспечение за счет всего перечисленного конкурентоспособных цен на реализуемую продукцию.

Второй подход (дифференциация) предполагает главным образом использование потенциала увеличения цены и тем самым маржи валовой прибыли в тех сегментах рынка, где есть ощутимое преимущество перед конкурентами.

Инвестиционные стратегии предусматривают анализ: уровня товарно-материальных запасов, сбора дебиторской задолженности, управления кредиторской задолженностью, расширения производственных мощностей, планирования капиталовложений, продажи активов.

При первом подходе рекомендуется: минимизировать остаток денежных средств; стимулировать дебиторов к сокращению средних сроков погашения задолженности; минимизировать уровень товарно-материальных запасов, но без ущерба для бесперебойного выполнения заказов клиентов; экономить на использовании основных средств (например, арендуя машины и оборудование, а не покупая их); продавать избыточные неиспользуемые активы.

При втором подходе рекомендуется: связать управление дебиторской задолженностью с ценовыми факторами; добиваться у поставщиков наиболее выгодных условий погашения кредиторской задолженности; инвестировать средства в специальные активы, необходимые для дифференциации.

Финансовые стратегии в обоих подходах ориентированы на: создание оптимальной структуры капитала; выбор наиболее дешевых способов финансирования заемного и собственного капиталов; максимальное сокращение факторов делового риска.

Последовательное осуществление того или иного варианта стратегий всех трех уровней приводит к максимальному увеличению денежного потока и, как следствие, стоимости предприятия.

17.2. Корпоративное регулирование

Внешнее развитие предприятия основано на купле (продаже) активов,

подразделений, слияниях и поглощениях, а также видах деятельности по сохранению корпоративного контроля. Стратегическая цель — повышение стоимости акционерного капитала за счет изменения структуры активов; аккумуляция средств на главных направлениях развития бизнеса и сохранение корпоративного контроля.

Возможность реструктурирования появляется тогда, когда между стоимостью, которой обладает компания в настоящее время (текущей стоимостью), и потенциальной стоимостью, достижимой при изменении ряда обстоятельств, существует стоимостной разрыв — разница между текущей стоимостью предприятия при существующих условиях и текущей стоимостью предприятия после реструктуризации:

$$NPV_c = [D(PN)_n + (EE)_n - (I)_n + (T)_n]r,$$

где NPV_c — чистая текущая стоимость эффекта реструктурирования; $D(PN)_n$ — дополнительная прибыль от реструктурирования; n — период времени после реструктуризации; $(EE)_n$ — экономия производственных издержек и дополнительная прибыль за счет диверсификации производства; $(I)_n$ — дополнительные инвестиции на реструктурирование; $(T)_n$ — прирост (экономия) налоговых платежей; r — коэффициент текущей стоимости.

В качестве базовой модели расчета стоимости предприятия в целях реструктурирования применяется метод ДДП.

Внешние стратегии создания стоимости формируют три направления реструктурирования: стратегическую реорганизацию; реорганизацию предприятий в случае несостоятельности (банкротства); реорганизацию с целью предотвращения угрозы захвата.

Стратегическая реорганизация

Виды деятельности по стратегическому направлению реструктурирования включают: расширение (слияние, присоединение); сокращение (разделение, выделение); преобразование акционерного капитала.

При *стратегическом направлении* целью расширения является увеличение стоимости акционерного капитала за счет: приобретения действующих предприятий (легче приобрести контроль за действующим предприятием, чем создать новое); получения управленческих, технологических, производственных выгод в случае объединения различных компаний (эффект дополнения, когда система восполняет недостающие элементы); возможного эффекта диверсификации и снижения совокупного риска при объединении компаний различного профиля деятельности; конкурентного потенциала в результате упрочения позиций объединенной компании на рынке; синергического (системного) эффекта, который возникает в том случае, если свойства системы в целом превосходят простую сумму свойств отдельных ее элементов.

Слиянием обществ признается возникновение нового общества путем передачи ему всех прав и обязанностей двух или нескольких обществ с пре-

крашением деятельности последних. Общества, участвующие в слиянии, заключают договор о слиянии, в котором определяются порядок и условия слияния, а также порядок конвертации акций каждого общества в акции и (или) иные ценные бумаги нового общества. Вопрос о реорганизации общества в форме слияния выносится на решение общего собрания акционеров обществ, участвующих в слиянии, выбирается Совет директоров вновь возникающего общества.

Присоединением общества признается прекращение деятельности одного или нескольких обществ с передачей всех прав и обязанностей другому обществу. Общества, осуществляющие объединение, заключают договор, в котором определяют порядок и условия присоединения, а также порядок конвертации акций присоединяемого общества. Вопрос о реорганизации в форме присоединения и об утверждении выносится на решение общего собрания акционеров. Все права и обязанности присоединяемого общества переходят к присоединяющему.

Вместо слияния (присоединения) компания может прибегнуть к покупке акций интересующей фирмы и получить контроль над ней; акции можно покупать постепенно, не вызывая повышения цен на них и не имея согласия акционеров.

Холдинговой компанией (холдингом) признается предприятие, в состав активов которого входят контрольные пакеты акций другого предприятия, причем дочернее предприятие независимо от размера пакета его акций, принадлежащего холдинговой компании, не может владеть акциями холдинговой компании в какой бы то ни было форме.

Преимущество холдинга заключается в том, что он позволяет получить контроль над другой компанией при меньшем объеме инвестиций, чем при слиянии.

Целью сокращения является выбор стратегического направления развития компании с мобилизацией всех возможных внутренних резервов и привлечением внешних источников роста.

Разделением акционерного общества признается прекращение общества с передачей всех его прав и обязанностей вновь создаваемым обществам. Совет директоров реорганизуемого в форме разделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме разделения, порядке и условиях этой реорганизации и в порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции и (или) иные ценные бумаги создаваемых обществ. При разделении общества все его права и обязанности переходят к двум или нескольким вновь создаваемым обществам в соответствии с разделительным балансом.

Выделением общества признается создание одного или нескольких обществ с передачей им части прав и обязанностей реорганизуемого общества без прекращения последнего. Совет директоров реорганизуемого в форме выделения общества выносит на решение общего собрания акционеров вопрос о реорганизации общества в форме выделения, порядке и об условиях осуществления выделения, о создании нового общества, возможности конвертации акций общества в акции и (или) иные ценные бумаги выделяемого

общества и порядке такой конвертации, об утверждении разделительного баланса. При выделении из состава одного или нескольких обществ к каждому из них переходит часть прав и обязанностей реорганизованного в форме выделения общества в соответствии с разделительным балансом.

При преобразовании общества в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив к вновь возникшему юридическому лицу переходят все права и обязанности реорганизованного общества в соответствии с передаточным актом.

Реорганизация предприятий в случае несостоятельности (банкротства)

При направлении, реорганизуемом предприятии в случае несостоятельности (банкротства), в соответствии с российским законодательством должнику могут применяться процедуры: реорганизационные (внешнее управление имуществом должника, санация); ликвидационные (принудительная ликвидация предприятия-должника по решению арбитражного суда, добровольная ликвидация несостоятельного предприятия под контролем кредиторов); мировое соглашение.

Главная задача данного направления реструктуризации — сохранить предприятие как действующее.

Реорганизация предприятия с целью предотвращения угрозы захвата

В случае направления реструктуризации, предотвращающего угрозу захвата, или сохраняющего собственность и контроль, привлекательным для захвата являются только компании, имеющие потенциал «стоимостного разрыва».

Компания, которую хотят поглотить, имеет в своем распоряжении большой набор способов защиты от посягательств на ее независимость.

Система защиты интересов управляющих и акционеров нацелена на то, чтобы возводимые на пути захватов предприятий барьеры обеспечивали занятость управленческих кадров и гарантию прав акционеров.

Многие компании заключают со своим управленческим персоналом контракты на управление. В них предусматривается высокое вознаграждение за работу руководителей. Эти контракты известны также под названием «золотой парашют». Их высокая стоимость увеличивает цену компании и может служить сдерживающим фактором при захвате.

Условие квалифицированного большинства при голосовании по вопросу о слиянии (75-80%) означает, что любые изменения в уставе утверждаются большим числом голосов. Вместо обычного большинства, необходимого для принятия решения по другим вопросам, в ситуации слияния для утверждения сделки может потребоваться более высокая доля голосов.

Программа выкупа акций — это предложение об обратном выкупе компанией своих акций с премией, которая может быть выплачена за счет акционерного капитала компании.

Преобразование компании в частную может осуществляться за счет

скупки акций, что означает изменение структуры собственности.

Как правило, в качестве инициаторов выкупа выступают управляющие компании с целью сохранения собственности и контроля, а также возможного приобретения компании или подразделения.

17.3. Оценка стоимости предприятия при реструктуризации

Такая оценка подразумевает определение совместимости объединяющихся фирм, включающее: анализ сильных и слабых сторон участников сделки; прогнозирование вероятности банкротства; анализ операционного (производственного) и финансового рисков; оценку потенциала изменения чистых денежных потоков; предварительную оценку стоимости реорганизуемого предприятия.

Затраты на реорганизацию можно рассматривать как вариант капиталовложений: имеются стартовые затраты и в будущем ожидается прибыль (поток доходов). Независимо от того, расходует фирма денежные средства или акции, она должна приложить усилия, чтобы добиться оптимального распределения капитала и обеспечить в долгосрочном периоде благосостояние акционеров.

При оценке предполагаемого проекта реорганизации необходимо составить прогноз будущих денежных потоков, которые предполагается получить после завершения сделки.

При расчете денежных потоков должны быть учтены все синергические эффекты, так как важно предусмотреть предельное влияние реорганизации.

Синергия может проявляться в двух направлениях: прямой и косвенной выгодах.

Прямая выгода — увеличение чистых активов и денежных потоков реорганизованных компаний. Анализ прямой выгоды включает три этапа: оценку стоимости предприятия на основе прогнозируемых денежных потоков до реорганизации; оценку стоимости объединенной компании на основе денежных потоков после реорганизации; расчет добавленной стоимости (все расчеты проводятся на основе метода ДДП).

Добавленная стоимость объединения формируется за счет операционной, управленческой и финансовой синергии.

Операционная синергия — экономия на операционных расходах за счет объединения служб маркетинга, учета, сбыта и т.п.

Управленческая синергия — экономия за счет создания новой системы управления.

Финансовая синергия — экономия за счет изменения источников финансирования, стоимости финансирования и прочих выгод.

Косвенная выгода — увеличение рыночной стоимости акций объединенной компании в результате повышения их привлекательности для потенциального инвестора. Информационный эффект от слияния в сочетании с перечисленными видами синергии может вызвать повышение рыночной стоимости акций или изменение мультипликатора P/E.

18. СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Бланк И.А. Основы финансового менеджмента. Т.1-2. – К.: Ника-Центр, 1999. – 592 с, 512 с.
2. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса и управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие для вузов. – М.: ЮНИТИ-ДАНА, 2001. – 720 с.
3. Валдайцев С.В. Оценка бизнеса: Учебник. – М.: ТК Велби, Изд-во Проспект, 2004. – 360 с.
4. Виленский П.Л. Оценка эффективности инвестиционных проектов: Теория и практика: Учеб.-практ. пособие / П.Л. Виленский, В.Н. Лившиц, С.А. Смоляк. М.: Дело, 2001. 832 с.
5. Волков И.М., Грачева М.В. Проектный анализ: Учебник для вузов. – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998. – 423 с.
6. Григорьев В.В., Островкин И.М. Оценка предприятий. Имущественный подход. Учебно-практическое пособие. – М.: Дело, 1998. – 224 с.
7. Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятия: теория и практика. – М.: ИНФРА-М, 1997. 320 с.
8. Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. – М.: Финансы и статистика, 2004. – 736 с.
9. Есипов В., Маховикова Г., Терехова В. Оценка бизнеса. – СПб.: Питер, 2003. – 416 с.
10. Методические рекомендации по оценке эффективности инвестиционных проектов; Сост: В.В. Коссов, В.Н. Лившиц, А.Г. Шахназаров – М.: Экономика, 2000. 421 с.
11. Шеннон, П. Пратт. Оценка бизнеса. Анализ и оценка закрытых компаний. - М.: Ин-т Экономического развития Всемирного Банка, 1995. – 346 с.
12. Якушев А.А. Экономическая оценка инвестиций: Методические указания к курсовому проектированию для студентов специальности 060800 – «Экономика и управление на предприятии»/ КрасГАСА. Красноярск, 2003. 48 с